

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

- Octobre 2005 -

Sommaire

Vue d'ensemble

La croissance de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme solide depuis la publication, en juillet, de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*. Au Canada, l'expansion a légèrement dépassé les prévisions au premier semestre de l'année. Considérée globalement, l'économie du pays semble maintenant fonctionner aux limites de sa capacité de production.

Parallèlement, les économies mondiale et canadienne ont continué d'être marquées par de fortes variations des cours de l'énergie. Si les poussées des prix du pétrole brut et de l'essence causées par les ouragans qui ont frappé le golfe du Mexique se sont déjà inversées, les cours du gaz naturel et du mazout, ainsi que de l'essence, sont nettement supérieurs aux niveaux où ils se situaient en juillet, au moment de la parution de la *Mise à jour*.

En outre, le cours du dollar canadien évolue dans une fourchette plus élevée par rapport au dollar américain depuis la fin de l'été et il s'est accru encore davantage vis-à-vis d'autres grandes devises. Cette vigueur récente semble être soutenue par plusieurs facteurs fondamentaux, dont les hauts niveaux des prix du pétrole brut et du gaz naturel ainsi que la tenue généralement robuste de l'économie canadienne.

Les fluctuations passées et récentes des cours de l'énergie et du taux de change du dollar canadien, de même que la concurrence livrée par la Chine et les autres pays nouvellement industrialisés, donnent lieu à d'importants ajustements au sein de l'économie canadienne. Ceux-ci ont entraîné des variations considérables dans les profils de croissance des divers secteurs et régions,

ce qui complique beaucoup l'évaluation des pressions s'exerçant sur l'appareil de production et de l'évolution future de la production potentielle. À la lumière des ajustements en cours et de la faible progression affichée ces dernières années par la productivité, la Banque a légèrement réduit son estimation de la croissance de la production potentielle pour 2005 et 2006.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que l'économie canadienne continuera de tourner à plein régime d'ici la fin de 2007. Le PIB réel devrait progresser à peu près au même rythme que la production potentielle durant la période

Faits saillants

- L'économie canadienne semble fonctionner aux limites de sa capacité.
- La Banque prévoit que l'économie canadienne progressera au même rythme que la production potentielle d'ici la fin de 2007.
- On s'attend à ce que les taux d'accroissement de l'IPC et de l'indice de référence se situent à 2 % au second semestre de 2006; jusque-là, cependant, l'inflation mesurée par l'IPC avoisinera 3 % en moyenne, sous l'impulsion des prix élevés de l'énergie.
- Les risques qui pèsent sur les prévisions de la Banque semblent équilibrés pour les quatre à six prochains trimestres, mais les risques à la baisse deviennent prépondérants à partir de 2007.
- À la lumière de sa projection, la Banque estime qu'il faudra encore réduire le degré de détente monétaire.

Le présent document renferme une synthèse du Rapport sur la politique monétaire préparé par le Conseil de direction de la Banque du Canada. Le Rapport se fonde sur l'information qui avait été reçue à la date d'annonce préalable du 18 octobre 2005.

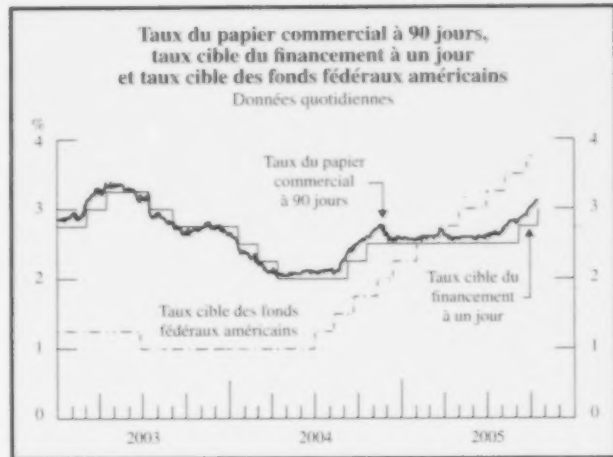
de projection, s'accroissant en moyenne de 2,8 % cette année, de 2,9 % en 2006 et de 3 % l'année suivante.

Étant donné que l'économie fonctionne aux limites de sa capacité et que l'énergie a renchéri, les pressions à la hausse sur les prix à la consommation se sont quelque peu renforcées depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. Le taux d'augmentation annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est probablement hissé au-dessus de 3 % en septembre. En supposant que les cours de l'énergie suivront la trajectoire indiquée par les prix actuels des contrats à terme, l'inflation mesurée par l'IPC devrait avoisiner 3 % en moyenne pendant le reste de l'année et le premier semestre de 2006, avant de redescendre à la cible de 2 % au second semestre. Par contraste, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se maintenir au-dessous de 2 % au cours des prochains mois. Mais comme l'économie tourne à plein régime et que les attentes d'inflation à long terme semblent bien arrimées, la Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence remonte à 2 % d'ici le milieu de 2006.

Le scénario de référence de la Banque relativement à la production et à l'inflation est entaché d'un certain nombre de risques et d'incertitudes. Pour les quatre à six prochains trimestres, ces risques concernent notamment l'ajustement de l'économie canadienne aux changements en cours à l'échelle mondiale, l'incertitude entourant le niveau actuel et la croissance future de la production potentielle, ainsi que l'évolution des prix de l'énergie. Ces risques à court terme semblent équilibrés. Toutefois, le danger que la correction des déséquilibres économiques mondiaux puisse s'accompagner d'une période de faible expansion à l'échelle internationale s'accroît à partir de 2007.

La Banque a relevé son taux directeur de 25 points de base le 7 septembre et à nouveau le 18 octobre, pour le porter à 3 %.

Tenant compte de sa projection et du fait que l'économie canadienne semble maintenant fonctionner aux limites de sa capacité, la Banque estime qu'il faudra encore réduire le degré de détente monétaire afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au cours des quatre



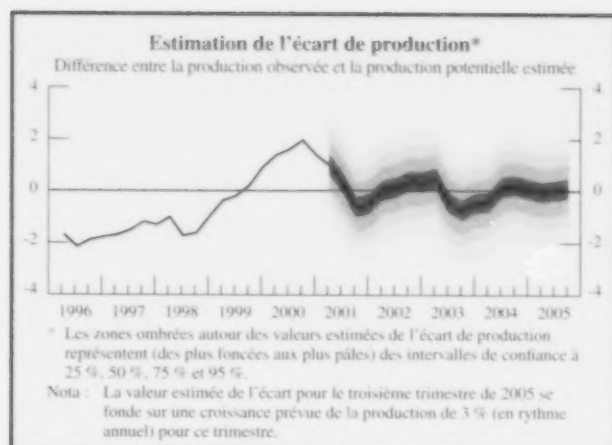
à six prochains trimestres et de garder l'inflation au taux cible. Cependant, comme les risques à la baisse qui entachent les perspectives mondiales deviennent prépondérants à partir de 2007, la Banque suivra avec une attention particulière l'évolution de la conjoncture internationale. De façon plus générale, elle continuera d'évaluer les ajustements et les tendances sous-jacentes au sein de l'économie canadienne, ainsi que la résultante des risques, afin de mener la politique monétaire de manière à maintenir l'inflation à la cible visée à moyen terme.

L'évolution récente

Le taux d'augmentation de l'IPC global a été très volatil au cours des huit premiers mois de l'année, en raison des variations des prix de l'énergie, notamment ceux de l'essence. En moyenne, durant cette période, ce taux a légèrement dépassé la cible de 2 % visée par la Banque, alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 1,6 %.

Le PIB réel a progressé à un rythme annuel de 2,7 % au premier semestre de 2005, ce qui était légèrement supérieur aux prévisions. La demande intérieure finale, notamment, a poursuivi son essor.

Au moment de la parution de la *Mise à jour* de juillet, la Banque était d'avis que l'économie canadienne affichait au milieu de l'année une faible marge de capacités excédentaires. Le Conseil de direction estime maintenant qu'elle tournait à plein régime au deuxième trimestre de 2005.



Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

Le scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne se fonde sur un certain nombre d'hypothèses. Parmi celles-ci, mentionnons une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme, une résorption progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux, accompagnée d'une nouvelle dépréciation modérée de la devise américaine, et un cours du dollar canadien relativement stable par rapport au dollar américain durant la période de projection, celui-ci se maintenant à l'intérieur de la fourchette de 84 à 86 cents É.-U. observée récemment.

Selon ce scénario, l'activité mondiale poursuivra son essor à un rythme d'environ 4 % par an, la croissance en Chine et dans d'autres pays nouvellement industrialisés d'Asie devant demeurer vigoureuse. On projette que le taux d'expansion de l'économie américaine s'établira à 3,5 % en 2005, soit un peu en deçà des 3,7 % prévus dans la *Mise à jour* de juillet, en raison surtout de l'augmentation des prix de l'énergie et des effets perturbateurs des ouragans sur l'activité. Cette expansion devrait s'accélérer en 2006, puisque les dépenses liées aux efforts de reconstruction devraient amplement neutraliser les répercussions de la hausse des cours énergétiques. On s'attend à ce que la croissance économique ralentisse légèrement en 2007 aux États-Unis, au moment où la demande intérieure commencera à fléchir par suite des relèvements des taux directeurs et de

l'accroissement de l'épargne nette des ménages et des administrations publiques.

Au Canada, la Banque prévoit que la vigueur de la demande intérieure finale continuera de soutenir l'expansion économique jusqu'à la fin de 2007. Les investissements des entreprises devraient encore progresser fortement. On pense que les dépenses de consommation poursuivront aussi leur ascension, mais à un rythme quelque peu inférieur à ce qui avait été prévu dans la *Mise à jour* de juillet, en partie à cause du renchérissement de l'énergie. Les investissements dans le secteur du logement devraient rester sensiblement inchangés, et les dépenses globales de tous les ordres de gouvernement augmenteraient vraisemblablement au même rythme que les recettes.

La croissance à l'étranger devrait entraîner des gains au chapitre des exportations, alors que des investissements substantiels en machines et en matériel devraient stimuler les importations. L'appréciation passée et récente du dollar canadien aura aussi une incidence sur les exportations et les importations. Dans l'ensemble, on s'attend à ce que les exportations nettes ne constituent qu'un faible frein à l'expansion de la demande globale en 2006 et en 2007.

En somme, dans son scénario de référence, la Banque estime que le PIB annuel croîtra en moyenne de 2,8 % cette année, de 2,9 % en 2006 et de 3,0 % en 2007. Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC devrait redescendre à la cible de 2 % au second semestre de 2006. Vu la pleine utilisation des capacités au sein de l'économie et le solide ancrage des attentes d'inflation, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait se hisser à 2 % d'ici le milieu de l'an prochain.

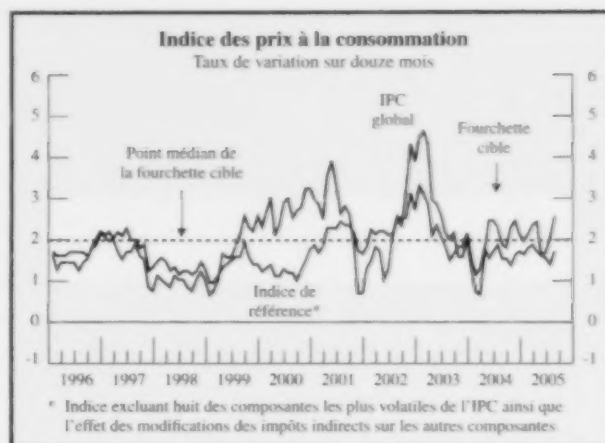
Risques pesant sur les perspectives

Au cours des quatre à six prochains trimestres, les risques qui pèsent sur les perspectives de l'économie canadienne semblent équilibrés. L'activité économique mondiale reste sous la menace de risques tant à la hausse qu'à la baisse, qui tiennent principalement aux cours futurs de l'énergie et au rythme de croissance de la Chine. Le profil de croissance des exportations et des importations fait encore l'objet de risques,

dans un sens comme dans l'autre, qui tiennent à la manière dont l'économie canadienne continuera de s'ajuster à l'appréciation de sa monnaie, au renchérissement des produits de base et à la concurrence accrue de la Chine et d'autres économies nouvellement industrialisées.

Les ajustements en cours et les fortes modifications des prix relatifs laissent aussi planer des risques sur les perspectives en matière d'inflation. Les déplacements de l'activité qui se produisent en ce moment entre les divers secteurs et régions du Canada rendent particulièrement complexe l'évaluation générale des pressions s'exerçant sur la capacité de production. Comme l'économie tourne à son plein potentiel, il est possible que les coûts accrus de l'énergie se répercutent de façon plus large sur les autres prix, ce qui augmenterait les pressions inflationnistes. Toutefois, la conduite d'une politique monétaire clairement axée sur l'atteinte de la cible de 2 % devrait atténuer le risque que cette situation ait une incidence sur les attentes d'inflation à long terme.

Pour 2007 et au delà, les risques à la baisse deviennent prépondérants. On craint principalement que, au moment où les taux d'épargne des ménages et des administrations publiques commenceront à se redresser aux États-Unis, la croissance de la demande intérieure dans les autres pays ne s'accroisse pas assez pour soutenir la demande mondiale. Plus les déséquilibres mondiaux persistent sans que des mesures publiques appropriées soient prises, plus le processus de correction risque d'être abrupt et désordonné. Un tel scénario donnerait probablement lieu à d'importantes variations des taux de change et des prix d'autres actifs ainsi qu'à un ralentissement marqué de l'économie mondiale. Les effets négatifs sur la demande de produits et



de services canadiens auraient alors des implications pour la conduite de la politique monétaire.

Résumé des projections selon le scénario de référence*

	2005		2006			2007	
	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,0 (2,7)	2,7 (3,3)	2,9 (3,5)	2,9 (3,5)	2,9 (3,3)	3,0	3,0
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,4)	2,8 (2,6)	2,9 (3,0)	2,9 (3,2)	2,9 (3,4)	2,9	3,0
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,7)	1,6 (1,7)	1,7 (1,8)	1,9 (1,8)	2,0 (1,9)	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,7 (2,2)	2,9 (2,4)	2,8 (2,5)	2,8 (2,5)	2,0 (2,0)	1,9	1,9
WTI ** (niveau)	63 (60)	63 (61)	64 (61)	64 (61)	64 (60)	63	62

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* parue en juillet 2005.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ E.-U. le baril) fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 14 octobre 2005.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248

Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca

Site Web : www.banqueducanada.ca

MONETARY POLICY REPORT

- October 2005 -

Summary

Overview

The global economy has continued to grow at a robust pace since the July *Monetary Policy Report Update*. Canada's economic growth in the first half of the year was somewhat stronger than had been expected. Overall, the economy now appears to be operating at full production capacity.

At the same time, the global and Canadian economies have continued to experience significant movements in energy prices. While the spikes in crude oil and gasoline prices caused by hurricanes in the Gulf of Mexico have already reversed, prices for natural gas and heating oil, as well as gasoline, are substantially higher than they were at the time of the July *Update*.

As well, the Canadian dollar has been trading in a higher range against the U.S. dollar since late summer, and has strengthened even further against other major currencies. This recent strength appears to be underpinned by fundamental factors, including high prices for crude oil and natural gas and Canada's generally solid economic performance.

Past and recent movements in energy prices and in the exchange rate for the Canadian dollar, along with competitive pressures from China

and other newly industrialized economies, are giving rise to significant ongoing adjustments in the Canadian economy. This has resulted in considerable variation in the growth patterns of sectors and regions, making an

Highlights

- The Canadian economy appears to be operating at full capacity.
- The Bank projects that the Canadian economy will grow in line with production potential through 2007.
- CPI and core inflation are expected to be 2 per cent in the second half of 2006. But CPI inflation will average near 3 per cent until then, boosted by high energy prices.
- The risks to the Bank's outlook appear balanced over the next four to six quarters, but are tilted to the downside through 2007 and beyond.
- In line with the Bank's outlook, some further reduction of monetary stimulus will be required.

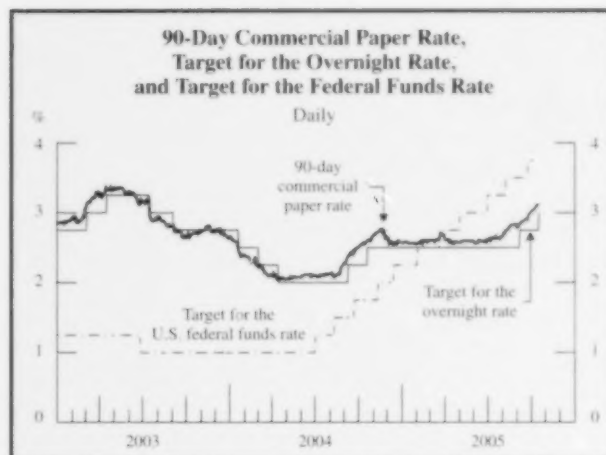
This is a summary of the Monetary Policy Report of the Governing Council of the Bank of Canada. The Report is based on information received up to the fixed announcement date on 18 October 2005.

assessment of overall capacity pressures and of the future growth of potential output particularly complex. Given these adjustments and the slow growth of productivity in recent years, the Bank has slightly reduced its estimate of potential output growth for 2005 and 2006.

The Bank's base-case projection sees the Canadian economy remaining at capacity through 2007. Real GDP is expected to grow at about the same pace as potential output over the projection period, averaging 2.8 per cent in 2005, 2.9 per cent in 2006, and 3 per cent the following year.

With the economy operating at capacity and with the increase in energy prices, pressures on consumer prices are somewhat stronger than they were at the time of the *July Update*. The annual rate of increase in the consumer price index (CPI) probably spiked above 3 per cent in September. On the assumption that energy prices evolve in line with currently prevailing futures prices, CPI inflation is projected to average near 3 per cent for the rest of 2005 and for the first half of 2006 before returning to the 2 per cent target in the second half. In contrast, core inflation should remain below 2 per cent in coming months. But with the economy operating at capacity and longer-term inflation expectations appearing to be well anchored, the Bank expects core inflation to return to 2 per cent by mid-2006.

The Bank's base-case outlook for output and inflation is subject to a number of risks and uncertainties. Over the next four to six quarters, these risks include the adjustment of the Canadian economy to global developments, uncertainty about the current level and future growth of potential output, and the evolution of energy prices. These short-term risks appear to be balanced. But looking further out to 2007 and beyond, there are increasing risks that the unwinding of



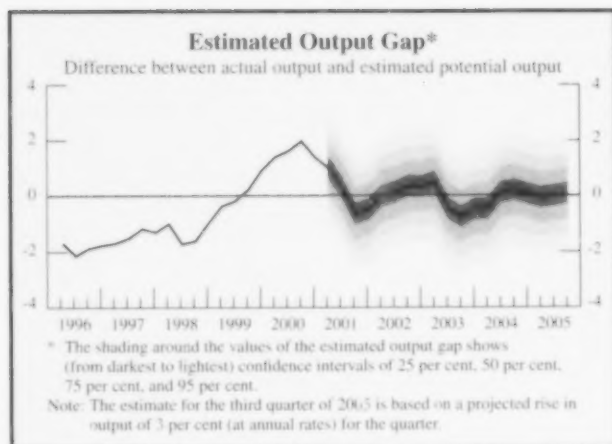
global economic imbalances could involve a period of weak global growth.

The Bank raised its key policy interest rate by 25 basis points on 7 September and again on 18 October, bringing it to 3 per cent.

In line with the Bank's outlook, and given that the Canadian economy now appears to be operating at capacity, some further reduction of monetary stimulus will be required to maintain a balance between aggregate supply and demand over the next four to six quarters, and to keep inflation on target. However, with risks to the global outlook tilted to the downside as we look to 2007 and beyond, the Bank will monitor international developments particularly closely. More generally, the Bank will continue to assess the adjustments and underlying trends in the Canadian economy, as well as the balance of risks, as it conducts monetary policy to keep inflation on target over the medium term.

Recent Developments

CPI inflation was quite volatile over the first eight months of 2005, owing to fluctuations in energy prices—particularly gasoline prices. It averaged slightly above the Bank's 2 per



cent target during this time, while core inflation averaged 1.6 per cent.

Real GDP grew at an annual rate of 2.7 per cent in the first half of 2005—somewhat stronger than projected. Final domestic demand continued to expand strongly.

At the time of the *July Update*, the Bank said that it expected the Canadian economy to have a slight amount of unused capacity at mid-year. The Governing Council now judges that the economy was operating at full capacity in the second quarter of 2005.

Prospects for Growth and Inflation

The Bank's base-case outlook for the global and Canadian economies incorporates a number of assumptions. These include energy prices consistent with current futures prices; a smooth and orderly resolution of global imbalances, involving a modest further depreciation of the U.S. dollar; and a relatively stable Canada-U.S. exchange rate in the recent range of 84 to 86 cents U.S. over the projection period.

The Bank's base-case outlook suggests that global economic growth will continue at about 4 per cent per year, since growth in China and other newly industrialized Asian economies should remain strong. The U.S.

economy is expected to grow by 3.5 per cent in 2005, somewhat less than the 3.7 per cent forecast in the *July Update*, mainly because of higher energy prices and the disruptive economic effects of hurricanes. Growth should pick up in 2006, since the effect of higher energy prices should be more than offset by spending on reconstruction efforts. U.S. growth is forecast to ease modestly in 2007, as domestic demand begins to slow in the face of higher policy interest rates and increased net savings by households and governments.

In Canada, the Bank projects that robust final domestic demand will continue to support economic growth through 2007. Business investment is expected to continue to increase strongly. Consumer spending should also continue to rise but at a somewhat slower pace than forecast in the *July Update*, partly because of higher energy prices. Housing investment will likely be little changed, and total spending by all levels of government should grow in line with revenues.

Growth abroad should lead to gains in exports, while substantial investment in machinery and equipment should boost imports. The past and recent appreciation of the Canadian dollar will also affect exports and imports. On balance, net exports are expected to exert a small drag on overall growth through 2006 and 2007.

All told, the Bank's base-case projection calls for Canada's average annual GDP to grow by 2.8 per cent this year, 2.9 per cent in 2006, and 3.0 per cent in 2007. CPI inflation is projected to return to the 2 per cent target in the second half of 2006. With the economy operating at capacity throughout the projection period and with inflation expectations well anchored, core inflation is expected to rise to 2 per cent by mid-2006.

Risks to the Outlook

Over the next four to six quarters, the risks to the Canadian outlook appear to be balanced. There are both upside and downside risks to global economic activity, particularly related to future energy prices and the pace of growth in China. There are still upside and downside risks to exports and imports related to how the Canadian economy continues to adjust to the appreciation of the Canadian dollar, higher commodity prices, and increased competition from China and other newly industrialized economies.

The ongoing adjustments and large changes in relative prices also pose some risks to the outlook for inflation. The sectoral and regional shifts occurring in the Canadian economy make the overall assessment of capacity pressures particularly complex. There is also a risk that, with the Canadian economy operating at capacity, the rise in energy costs could feed through more broadly to other prices, putting upward pressure on inflation. The potential for this to affect longer-term inflation expectations should be mitigated, however, by monetary policy clearly focused on achieving the 2 per cent target.

For 2007 and beyond, the risks are tilted to the downside. The principal risk is that, as household and government savings rates begin to rise in the United States, domestic demand elsewhere in the world will fail to pick up sufficiently to sustain world demand. The longer these global imbalances persist without appropriate policy actions being taken, the greater is the



risk of an abrupt and disorderly adjustment. This scenario would likely involve large movements in exchange rates and other asset prices and a sharp slowing in the world economy. The negative impact on the demand for Canadian-produced goods and services would have implications for the conduct of monetary policy.

Summary of the Base-Case Projection*

	2005		2006			2007	
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)	3.0 (2.7)	2.7 (3.3)	2.9 (3.5)	2.9 (3.5)	2.9 (3.3)	3.0	3.0
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.6 (2.4)	2.8 (2.6)	2.9 (3.0)	2.9 (3.2)	2.9 (3.4)	2.9	3.0
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.7)	1.6 (1.7)	1.7 (1.8)	1.9 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.7 (2.2)	2.9 (2.4)	2.8 (2.5)	2.8 (2.5)	2.0 (2.0)	1.9	1.9
WTI ** (level)	63 (60)	63 (61)	64 (61)	64 (61)	64 (60)	63	62

* Figures in parentheses are from the July *Monetary Policy Report Update*.
 ** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 October 2005.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca
 or visit our website: www.bankofcanada.ca



106-00256/

BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

October 2005



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

*Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9*

5285
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2005 —

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and Tiff Macklem.*

As prudent policy-makers, we must not rely on good fortune to help us muddle through. . . . We must act now to meet the challenges of today, and of the future, for the benefit of all our citizens.

David Dodge

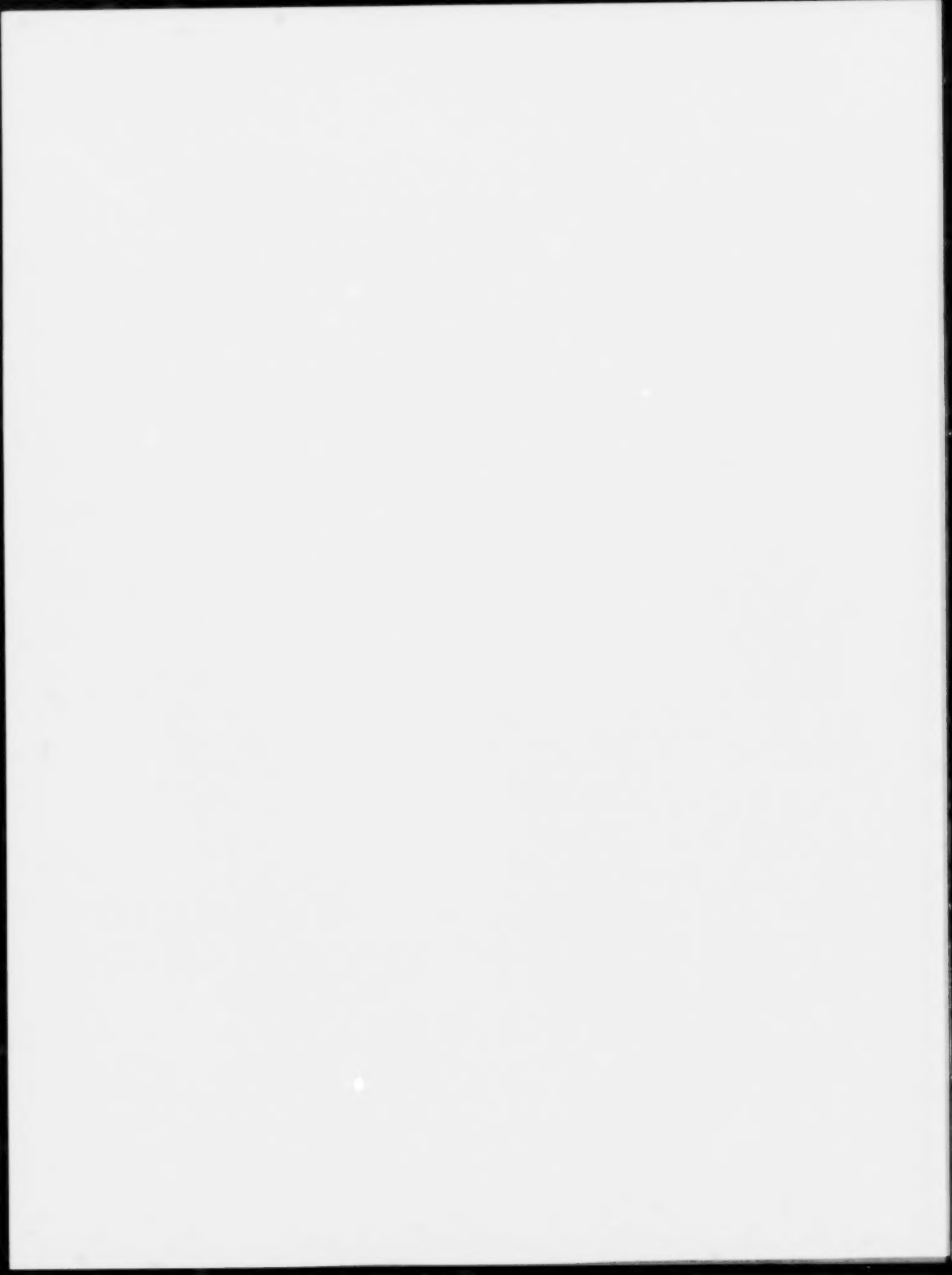
*Governor, Bank of Canada
9 September 2005*

CONTENTS

1. Overview	5
2. Recent Developments in Inflation	7
Inflation and the 2 per cent target	7
Factors at work on inflation	8
3. Financial Developments	18
Credit conditions	18
Yield curves and the exchange rate	19
4. The Outlook	22
International background	22
Aggregate demand and supply in Canada	24
The base-case projection for inflation	28
Risks to the base-case projection	29
Bibliography	31

Technical Boxes

1. Actual Output Growth and Conventional Estimates of Potential Output Growth	11
2. Productivity Developments in Canada	15
3. The Economic Effects of Higher Energy Prices for Canada	26



1. OVERVIEW

The global economy has continued to grow at a robust pace since the July *Monetary Policy Report Update*. Canada's economic growth in the first half of the year was somewhat stronger than had been expected. Overall, the economy now appears to be operating at full production capacity.

At the same time, the global and Canadian economies have continued to experience significant movements in energy prices. While the spikes in crude oil and gasoline prices caused by hurricanes in the Gulf of Mexico have already reversed, prices for natural gas and heating oil, as well as gasoline, are substantially higher than they were at the time of the July *Update*.

As well, the Canadian dollar has been trading in a higher range against the U.S. dollar since late summer, and has strengthened even further against other major currencies. This recent strength appears to be underpinned by fundamental factors, including high prices for crude oil and natural gas and Canada's generally solid economic performance.

Past and recent movements in energy prices and in the exchange rate for the Canadian dollar, along with competitive pressures from China and other newly industrialized economies, are giving rise to significant ongoing adjustments in the Canadian economy. This has resulted in considerable variation in the growth patterns of sectors and regions, making an assessment of overall capacity pressures and of the future growth of potential output particularly complex. Given these adjustments and the slow growth of productivity in recent years, the Bank has slightly reduced its estimate of potential output growth for 2005 and 2006.

The Bank's base-case projection sees the Canadian economy remaining at capacity through 2007. Real GDP is expected to grow at about the same pace as potential output over the projection period, averaging 2.8 per cent in 2005, 2.9 per cent in 2006, and 3 per cent the following year.

With the economy operating at capacity and with the increase in energy prices, pressures on consumer prices are somewhat stronger than they were at the time of the July *Update*. The annual rate of increase in the consumer price index (CPI) probably spiked above 3 per cent in September. On the assumption that energy prices evolve in line with currently prevailing futures prices, CPI inflation is projected to average close to 3 per cent for the rest of 2005 and for the first half of 2006 before returning to the 2 per cent target in the second half. In contrast, core inflation should remain below 2 per cent in coming months. But with the economy operating

Developments in the target for the overnight rate since the July Update:

7 September—up 25 basis points to 2.75 per cent

18 October—up 25 basis points to 3 per cent

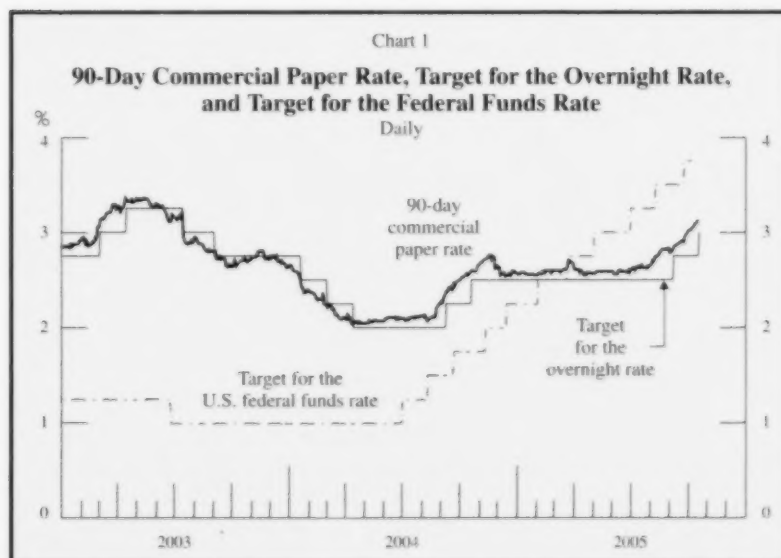
This report includes information received up to the fixed announcement date on 18 October 2005.

at capacity and longer-term inflation expectations appearing to be well anchored, the Bank expects core inflation to return to 2 per cent by mid-2006.

The Bank's base-case outlook for output and inflation is subject to a number of risks and uncertainties. Over the next four to six quarters, these risks include the adjustment of the Canadian economy to global developments, uncertainty about the current level and future growth of potential output, and the evolution of energy prices. These short-term risks appear to be balanced. But as we look further out to 2007 and beyond, there are increasing risks that the unwinding of global economic imbalances could involve a period of weak global growth.

The Bank raised its key policy interest rate by 25 basis points on 7 September and again on 18 October, bringing it to 3 per cent (Chart 1).

In line with the Bank's outlook, and given that the Canadian economy now appears to be operating at capacity, some further reduction of monetary stimulus will be required to maintain a balance between aggregate supply and demand over the next four to six quarters, and to keep inflation on target. However, with risks to the global outlook tilted to the downside as we look to 2007 and beyond, the Bank will monitor international developments particularly closely. More generally, the Bank will continue to assess the adjustments and underlying trends in the Canadian economy, as well as the balance of risks, as it conducts monetary policy to keep inflation on target over the medium term.



2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

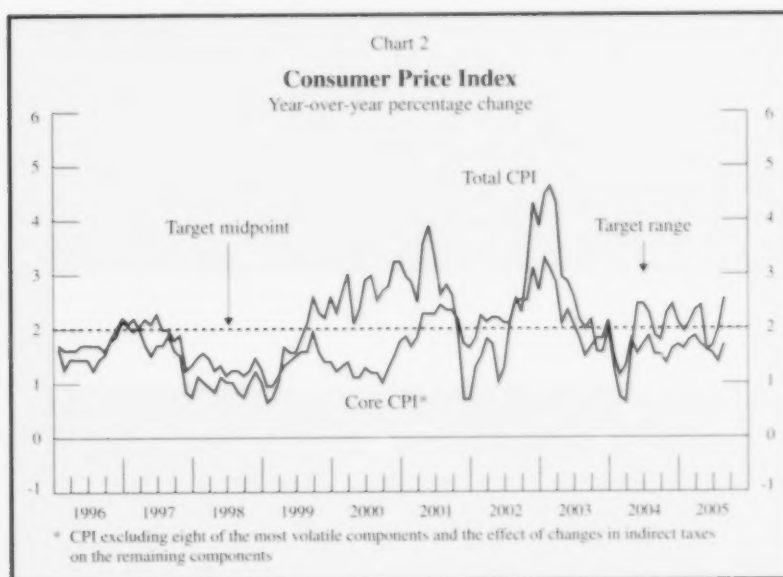
The 12-month rate of increase in the total CPI showed considerable volatility over the first eight months of 2005 and averaged just over the Bank's 2 per cent inflation-control target. The core rate of inflation,¹ an indicator of the underlying trend, averaged 1.6 per cent over the same period.

Total CPI inflation averaged slightly above 2 per cent in the first eight months of 2005.

Inflation and the 2 per cent target

The 12-month rate of increase in the total CPI showed marked volatility in the first half of 2005, moving in a range of 1.6 to 2.4 per cent. This mainly reflected fluctuations in gasoline prices. Indeed, with the further substantial rise in crude oil prices since late May, total CPI inflation reached 2.6 per cent in August. It likely spiked above 3 per cent in September as a result of the surge in gasoline prices following disruptions to U.S. refinery production caused by recent hurricanes.

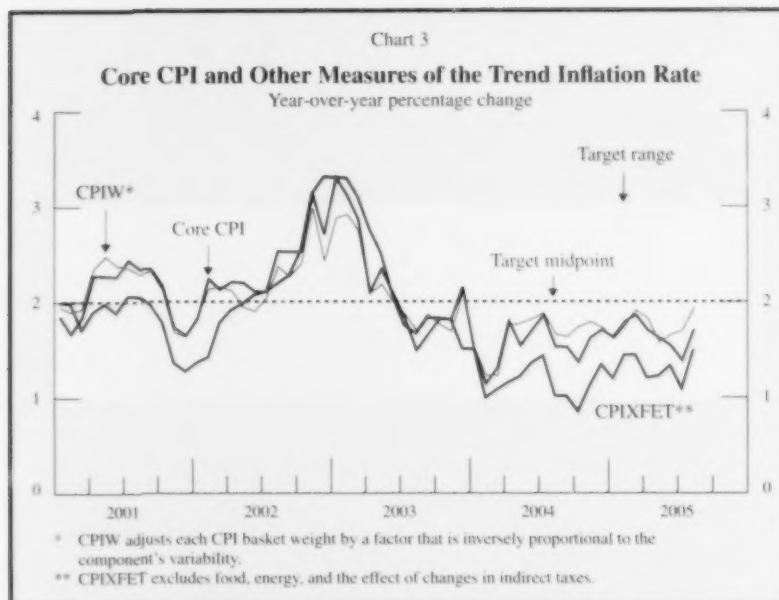
Total CPI inflation has shown some volatility, reaching 2.6 per cent in August 2005.



The core rate of inflation was 1.7 per cent in August (Chart 2). This was the rate projected for the third quarter in the *July Update*. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows also continued to be below 2 per cent (Chart 3).

Core inflation and other measures of trend inflation remained below 2 per cent.

1. The core measure of inflation excludes eight of the most volatile components of the total CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.



Decreases in the global prices of various consumer goods and the past appreciation of the Canadian dollar, which have contributed to declines in the prices of many import-intensive goods, have remained an important source of downward pressure on core inflation so far in 2005. Fluctuations in motor vehicle prices have accounted for much of the short-term movement in the core rate of inflation.

Factors at work on inflation

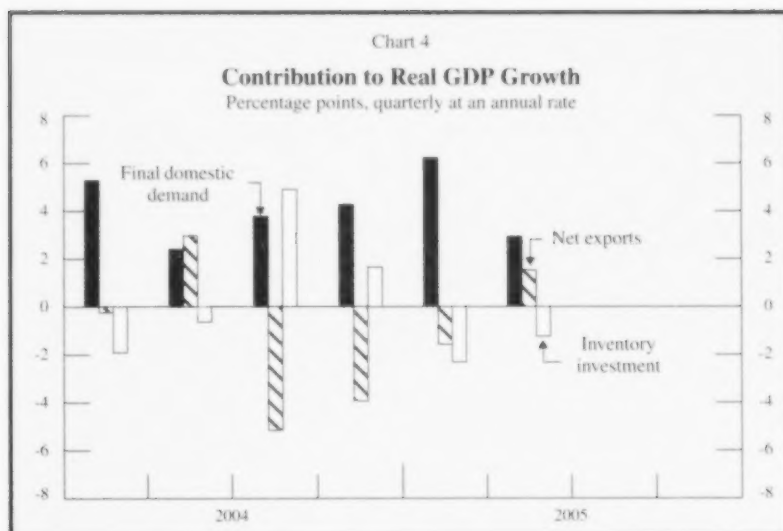
Aggregate demand in Canada

Economic growth was stronger than expected in the first half of 2005...

... as final domestic demand rose strongly...

Real GDP increased at an annual rate of 2.7 per cent in the first half of 2005, faster than expected at the time of the *July Update*. Thus, the level of activity at mid-year was slightly higher than anticipated. The Bank's monitoring of available information and its assessment of the modest adverse economic effects arising from the recent hurricane-induced disruption of the U.S. economy point to Canadian GDP growth of about 3 per cent in the third quarter of 2005.

Final domestic demand continued to show strong gains in the first half of 2005 (Chart 4). Moreover, net exports were little changed, on balance, following a substantial reduction in the second half of last year.



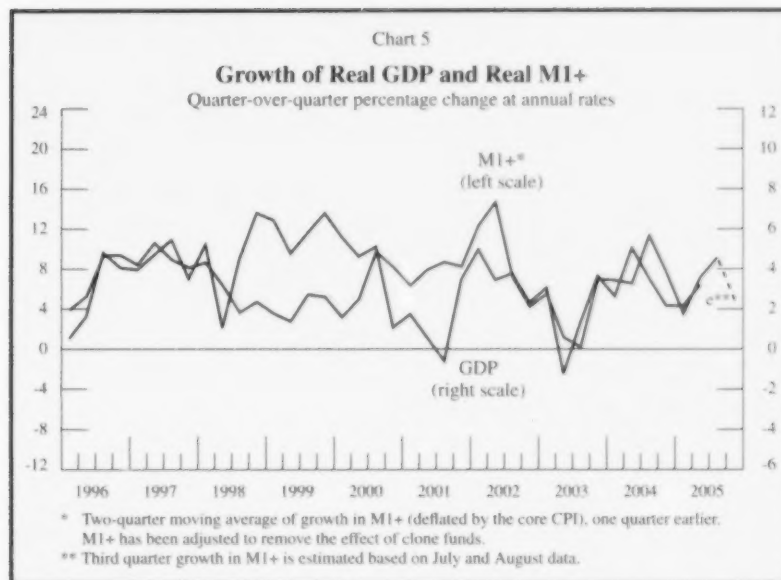
The recovery in Canada's exports in the first half of the year was supported by strong economic growth in the United States. The appreciation of the Canadian dollar through 2003 and 2004, which had contributed importantly to the decline in exports in the second half of 2004, did not appear to have significant additional adverse effects on the level of exports in the first half of 2005. Exports of machinery and equipment rose particularly strongly, while exports of automotive products eased. Imports also rose with the strength in final domestic demand, but were held back by a reduction in inventory investment.

This decline in inventory investment largely reflected the response of manufacturers and wholesalers to the drop in foreign demand in the second half of 2004. Business capital spending, in contrast, continued to make significant gains during the first half of 2005, with strong investment in structures, as well as in machinery and equipment. Household expenditures also rose markedly as a result of further gains in real incomes and personal wealth.

Data on narrow money are generally consistent with the Bank's current monitoring of growth in real GDP of about 3 per cent in the third quarter of 2005 and some slowing in the fourth quarter (Chart 5).

... and exports recovered while import growth eased.

Business capital spending made strong gains.



Estimated pressures on capacity

The economy appears to have been operating at its production capacity at mid-year.

The Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy was operating at its production capacity in the second quarter of 2005 (Chart 6 and Technical Box 1).

Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector continues to indicate greater pressure on production capacity than the Bank's conventional estimate of the output gap. As well, the proportion of companies reporting labour shortages in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* was well above average, while the percentage of firms reporting difficulties meeting an unanticipated increase in demand was also somewhat higher than average (Chart 7). The constraints are strongest in the construction, commodity-producing, and transportation services sectors.

Other indicators, however, point to less pressure on capacity. The core rate of inflation has remained below 2 per cent since the end of 2003. Similarly, although some measures of wage increases have picked up, overall, wage gains have continued to be moderate.

In the *July Update*, the economy was seen as operating a bit below its capacity in mid-2005. After reviewing all the indicators of capacity pressures, the Governing Council now judges that the economy was operating at its production capacity in mid-2005. This reflects both faster-than-expected growth in the first half of 2005, and a judgment that the level of potential output is slightly lower than previously assumed.

Technical Box 1

Actual Output Growth and Conventional Estimates of Potential Output Growth

Potential output is the level of goods and services that the economy can produce on a sustained basis without adding to inflation pressures. It is not directly observable and must be estimated. The Bank estimates the conventional measure of potential output by decomposing movements in labour productivity and labour supply into their trend and cyclical components. The trend components of these two variables are then combined to generate a conventional measure of potential output. Movements in variables that can be observed directly—such as the labour participation rate, population growth, productivity growth, and wage and price inflation—are used to separate the trend and cyclical components in labour productivity and labour supply. Estimates of potential output are constantly updated as new data and the results of ongoing research become available.

The Bank's conventional measure of growth in potential output has fluctuated over time (Chart A), having declined from about 4 per cent in 1999 to about 2.5 per cent in 2002, following the downturn in the trend of labour productivity growth over that period.

The output gap is the difference between the levels—not the growth rates—of actual and potential output. It is a measure of the amount of excess supply or excess demand in the economy (see Chart 6). A large margin of uncertainty surrounds these conventional estimates of potential output and the output gap, and considerable care must be taken in interpreting them. Because of this uncertainty, the Governing Council also examines a broader set of indicators when forming a judgment about capacity pressure (see www.bankofcanada/en/rates/indinf.html).

Technical Box 2 deals with some of the factors that need to be taken into account in projecting future labour productivity growth and future potential output.

Chart A

Potential and Actual Output Growth
Quarter-over-quarter percentage change at annual rate

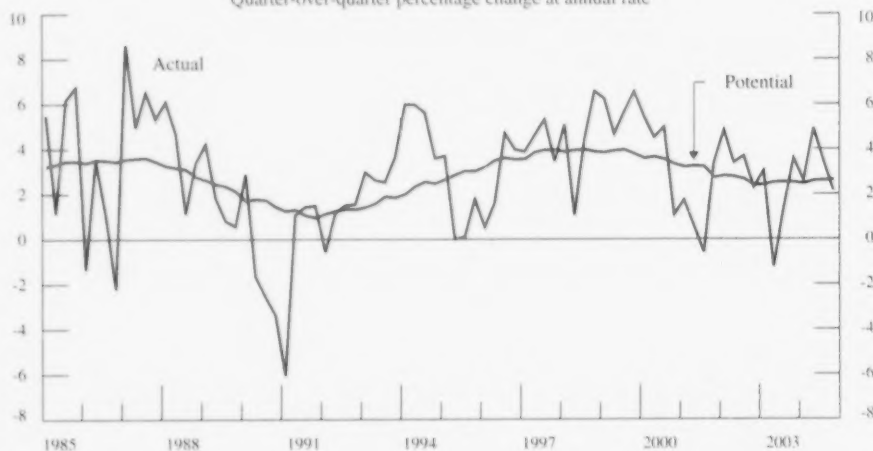
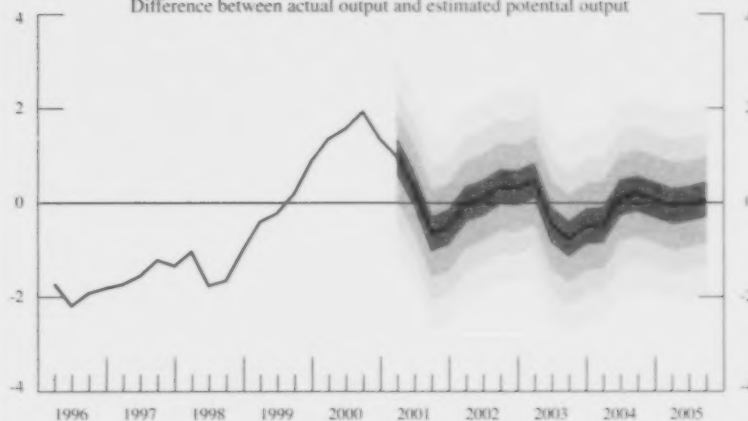


Chart 6

Estimated Output Gap*

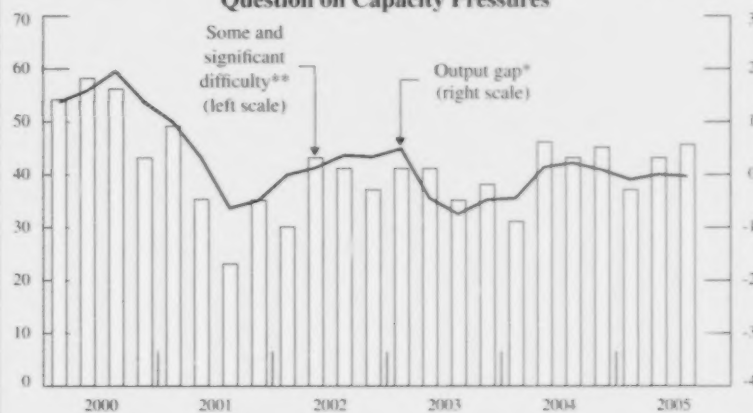
Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the third quarter of 2005 is based on a projected rise in output of 3 per cent (at annual rates) for the quarter.

Chart 7

Estimated Output Gap and Response to Business Outlook Survey Question on Capacity Pressures

* Difference between actual output and estimated potential output. Note the estimate for the third quarter of 2005 is based on a projected rise in output of 3 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.

Companies always face the challenge of adjusting to changes in their economic environment. Strong competition from newly industrialized economies (particularly China), the appreciation of the Canadian dollar, and rising energy prices have made the adjustment process even sharper than usual. The resulting large changes in the relative prices of commodities and manufactured goods have given rise to sectoral and regional differences in economic growth.

Capacity constraints are most apparent in Western energy-producing provinces, where increases in oil and gas prices have raised revenues and generated gains in profits and investment. The sudden expansion in economic activity has created labour shortages—not just in the energy sector, but in other sectors that must compete for the same pool of workers.

The situation for the manufacturing sector is somewhat different. Since manufacturing firms export a significant portion of their output, the large appreciation of the Canadian dollar since 2002 has made their goods less competitive.

Adapting to these rapid changes in their competitive position has been difficult for many firms. Nonetheless, evidence from the Bank's surveys confirms that companies are adjusting to changing economic conditions. Moreover, the results of the Bank's latest *Business Outlook Survey* suggest that investment and hiring intentions remain strong across all regions and most sectors, and that, overall, companies remain positive about the outlook.

Costs

The underlying rate of increase in wages, based on such measures as the average hourly earnings of permanent workers and hourly labour compensation in the business sector, appears to have been in a range between 2 1/2 and 3 1/2 per cent in recent months (Chart 8). At the same time, the year-to-year gain in hourly labour compensation in the business sector picked up to 2.7 per cent in the second quarter of 2005.

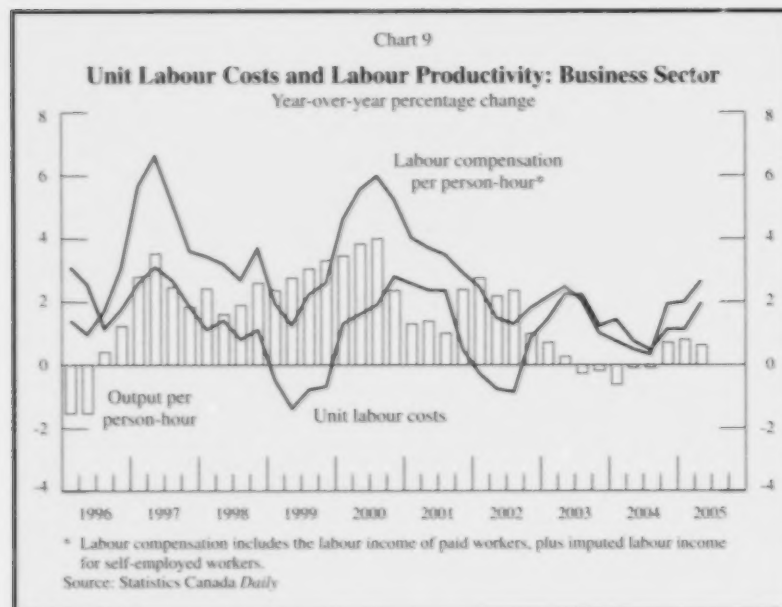
Labour productivity in the second quarter of 2005 was up only 0.6 per cent from its year-earlier level, after two years of virtually no growth. With this modest increase in productivity over the past year, unit labour costs in the business sector in the second quarter of 2005 were 2 per cent higher than year-earlier levels (Chart 9).

The persistence of the weakness in realized labour productivity growth is increasingly at odds with the Bank's assumption of 1 3/4 per cent growth in trend labour productivity, which underlies

Sectoral and regional differences in economic growth are becoming more apparent as firms adjust to shifts in relative prices.

Unit labour costs in the second quarter were up 2 per cent from year-earlier levels.

Growth in labour productivity has been weak.



our assumption of 3 per cent growth in potential output. Weakness in labour productivity growth has been broad based, showing up in the manufacturing, construction, and services sectors (Technical Box 2). While a number of sector-specific factors are contributing to this weakness, a common factor may be that the economy

Technical Box 2

Productivity Developments in Canada

After growing at a robust 2.1 per cent annual rate between 1996 and 2000, labour productivity in the Canadian business sector slowed in the early part of this decade, and growth then averaged close to zero in 2003 and 2004. In the first half of 2005, productivity has picked up slightly, growing by about 0.7 per cent on a year-over-year basis.¹

The strong growth in productivity in the latter part of the 1990s was largely associated with the manufacturing sector and the production of information and communications technologies (ICT) equipment, as well as an increase in the capital-labour ratio (capital deepening). Wholesale and retail trade also posted a strong performance.

The recent productivity slump reflects a marked slowing in both capital deepening and efficiency gains from using capital and labour. By sector, labour productivity growth initially slowed in manufacturing, followed by construction. The more pronounced slowing in business sector productivity growth in 2003 and 2004 came through the services sector. Weakness was widespread, but of particular note was the much lower growth in finance, insurance, and real estate.

The decreased productivity in construction could result from the use of less-experienced labour drawn into the sector in the face of sustained demand. Measurement issues and difficulties in effectively integrating ICT equipment may be playing a role in the decline in productivity within the services sector. Some of the recent weakness in productivity growth may also be a by-product of the adjustment of businesses and their workers to the appreciation of the Canadian dollar, higher energy prices, and new sources of competition, particularly from newly industrialized economies in Asia (see Technical Box 1, *April Report*).

Despite the recent poor performance in labour productivity growth, there are signs that it should strengthen. First, growth in manufacturing productivity began to increase in late 2004, owing to the resurgence of productivity growth in industries such as computer equipment, machinery, and transportation equipment. Second, investment spending has risen sharply, which should lead to further capital deepening. Third, as the adjustment process advances, and firms align their capital investments and labour inputs with global developments, productivity growth can be expected to recover.

With this in mind, the Governing Council continues to assume that trend labour productivity will increase at about 1 3/4 per cent, which, combined with growth in trend labour input of about 1 1/4 per cent, implies growth in potential output of 3 per cent. However, given that our best estimate is that potential growth has been running closer to 2.5 per cent in the past few years (as discussed in Technical Box 1) and that it may take time for the economy to fully adjust to the new relative price environment, the base-case projection described in Section 4 of this *Report* assumes that growth in potential output returns gradually to 3 per cent by 2007.

1. Analysts typically focus on productivity growth in the business sector because of problems in measuring productivity in the public sector. Nevertheless, over time, productivity growth in the total economy and in the business sector have been very similar.

has been working through significant adjustments to large changes in relative prices. Taken together, the observed weakness in labour productivity, the ongoing adjustments across sectors, and the evidence of capacity pressures all suggest that growth in trend labour productivity has been running below 1 3/4 per cent in the recent period and could take some time to return to that rate.

Commodity prices and the terms of trade

Canada's terms of trade continued to improve in the first half of 2005, but at a slower pace.

Natural gas prices have increased significantly . . .

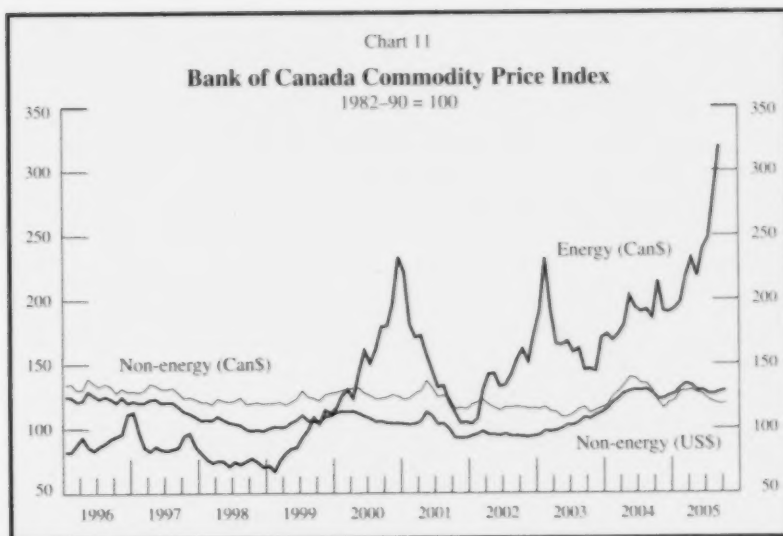
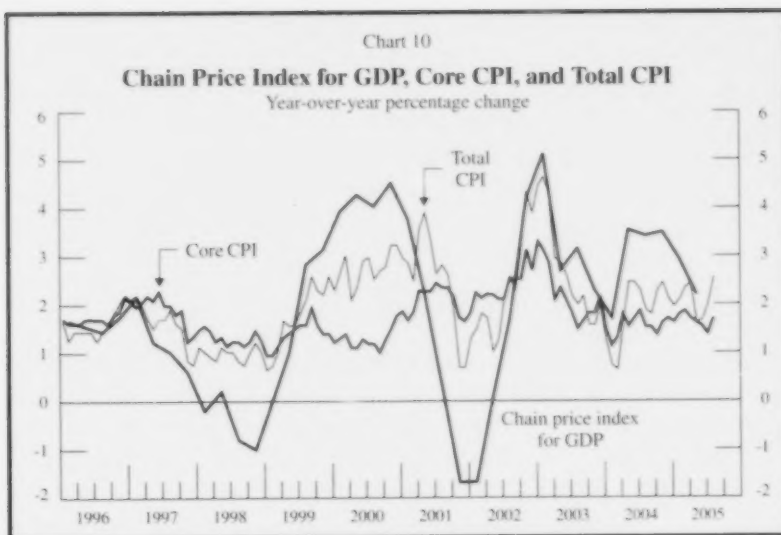
. . . while, overall, the prices of non-energy commodities are largely unchanged.

The year-to-year rise in Canada's terms of trade eased substantially during the first half of 2005, as the global prices of many of Canada's exports of agricultural and industrial commodities stabilized. As a result, the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) rose 2.2 per cent between the second quarter of 2004 and the second quarter of 2005, which was considerably less than the year-to-year gain over much of the preceding year (Chart 10).

Crude oil prices, which were US\$58 per barrel at the time of the July *Update*, averaged US\$63 per barrel in the 10 days ending on 14 October 2005. The large increase in crude oil prices since the end of 2003 has resulted mainly from a substantial rise in the global demand for energy. Natural gas prices have surged in recent months, moving from just under US\$8 per MMBtu at the time of the July *Update*, to about US\$14 per MMBtu in the 10 days ending on 14 October, owing to hurricane-related supply disruptions in U.S. production, as well as the effects of particularly hot summer weather in the United States on electricity demand and, hence, on the demand for natural gas.

Overall, the prices of non-energy commodities have changed little since mid-2005 (Chart 11). Lumber prices have eased as a result of increased supplies. At the same time, the impact of several strikes constrained supply and contributed to a further rise in metals prices.

The substantial increases in the prices of natural gas and crude oil since mid-2005 are expected to lead to an improvement in Canada's terms of trade and real income, resulting in further pronounced gains in corporate profits.



3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

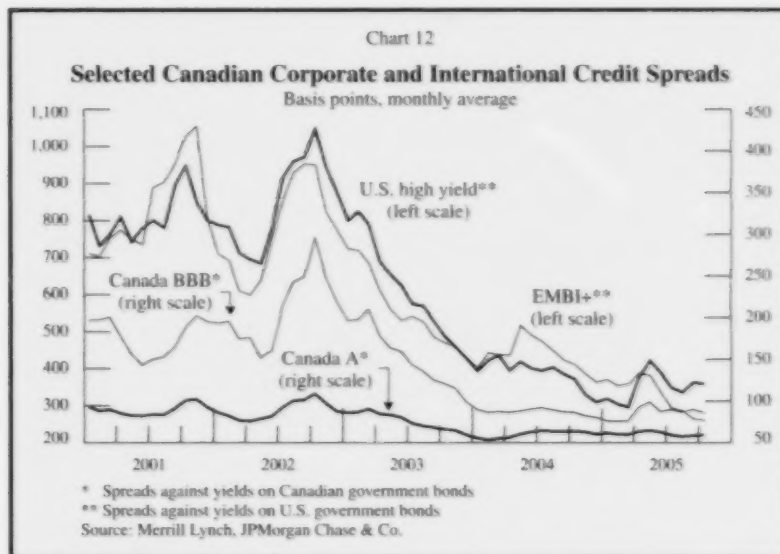
Risk premiums are low, and credit growth remains solid.

Since the April *Monetary Policy Report*, financing conditions have continued to be favourable, and risk premiums have remained low.² Business and household credit continue to advance at a steady pace. The Canadian dollar has appreciated against the U.S. dollar and other major currencies over the same period.

Credit conditions

Canadian bond yields and credit spreads have remained low for borrowers...

Business-credit conditions have remained advantageous for borrowers since the April *Report*, both in Canada and globally. In financial markets, corporate bond yields and credit spreads have remained low for both investment-grade and non-investment-grade borrowers (Chart 12). Narrow credit spreads reflect healthy corporate balance sheets, continued investor demand for higher-yielding securities, and a high level of liquidity in global financial markets. Easy access to capital markets is indicated by the robust growth in the gross issuance of corporate bonds.



... and the TSX composite index has risen since April.

Equity markets in the United States are broadly unchanged from the time of the April *Report*, but most other major equity markets have risen, partly reflecting strong corporate profits. In

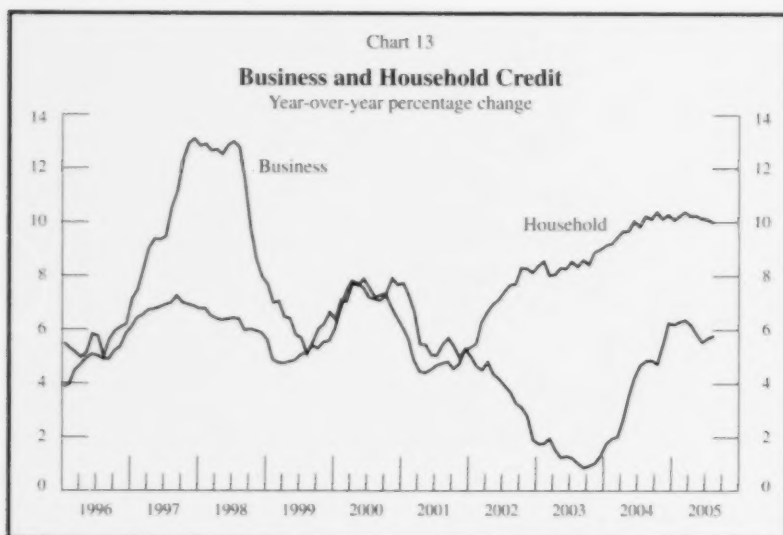
2. Since discussion of financial developments was limited in the July *Update*, this section reviews developments since the April *Monetary Policy Report*.

Canada, the TSX composite index increased by about 9 per cent, led by gains in energy-sector stocks over the period.

Total business credit continued to grow at about 6 per cent per annum (Chart 13). Growth in both short-term and long-term business credit remains solid. One factor driving the demand for credit has been investment to enhance efficiency. Investments aimed at increasing capacity appear to be primarily in the energy sector.

On the household side, strong consumption and activity in the housing market continue to be supported by rapid growth in total household credit (Chart 13). Robust employment growth and low interest rates continue to keep household balance sheets healthy, as indicated by a historically low debt-servicing ratio and a low delinquency rate.

Business and household credit continue to grow.



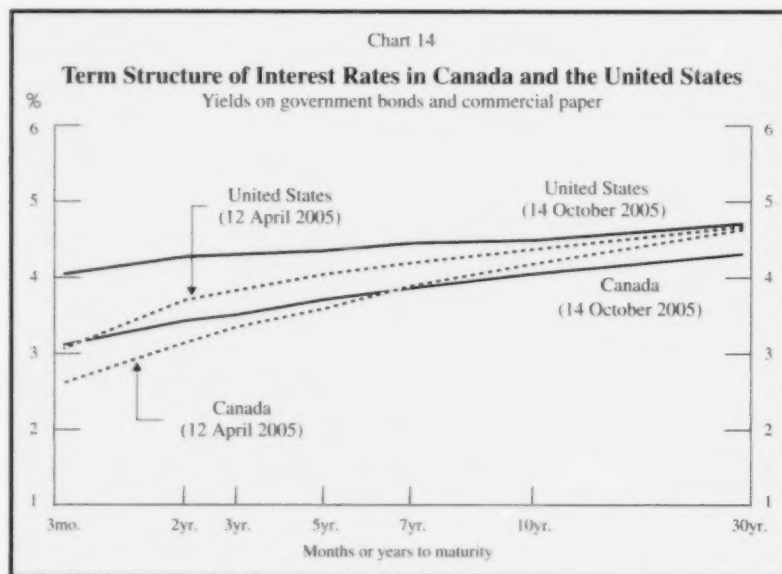
Yield curves and the exchange rate

Yields on short-term U.S. bonds have risen, while those on longer-term issues have moved up modestly since the *April Report* (Chart 14). The increase in yields at the short end mainly reflects increases in the federal funds rate, which now stands at 3.75 per cent. U.S. federal funds futures currently imply a policy rate of 4.25 per cent by the end of 2005, a level that is modestly higher than was implied by futures prices at the time of the last *Report*.

The low level of yields on long-term bonds in the United States and in most industrial countries seems to be largely explained by factors pushing up desired global savings relative to business investment.

Canadian policy rates remain below those in the United States.

Canadian policy rates remain below those in the United States. This has resulted in a wider differential between U.S. and Canadian interest rates across the yield curve. Yields on two-year Canadian bonds are approximately 80 basis points below those on U.S. Treasuries, compared with 60 points lower at the time of the April Report. Yield spreads on longer-term bonds have also continued to widen.



The Canadian dollar has recently moved into a trading range of 84 to 86 cents U.S.

After trading in a range of 79 to 83 cents U.S. for most of 2005, the Canadian dollar has been trading in a higher range of 84 to 86 cents U.S. since late summer (Chart 15). Most other major currencies have weakened against the U.S. dollar over that same period. As a result, the Canadian dollar has risen more sharply against other major currencies. The recent strength in the Canadian dollar appears to be underpinned by fundamental factors, including higher energy prices and Canada's generally solid economic performance.



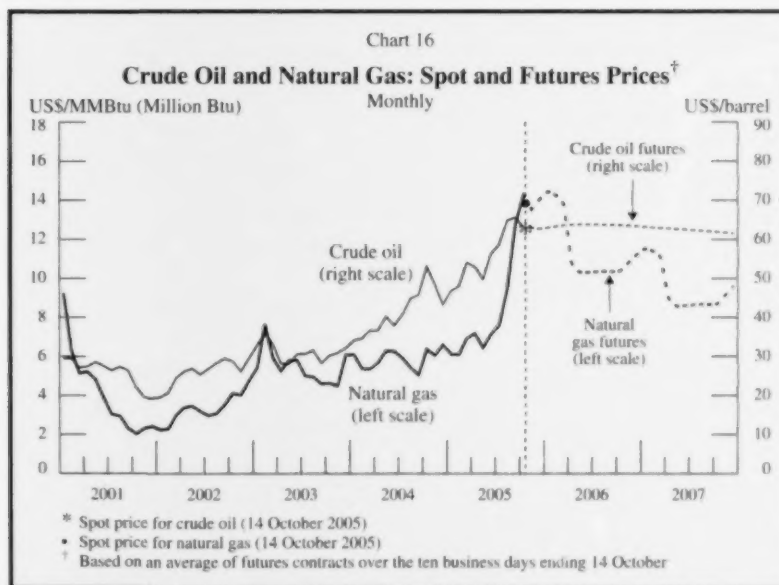
4. THE OUTLOOK

The outlook begins with a base-case projection for the global and Canadian economies and for inflation. The base case has been developed assuming energy prices consistent with current futures prices; a smooth and orderly resolution of global imbalances over the medium term, involving a modest and gradual further real effective depreciation of the U.S. dollar; and a relatively stable Canada-U.S. exchange rate over the policy horizon. This is followed by a discussion of the risks surrounding the projection. These risks are particularly noteworthy as we look to 2007 and beyond, given the uncertainties related to the manner in which global imbalances will be unwound.

International background

In the Bank's base-case projection, the profile for crude oil and natural gas prices is based on current futures prices. This implies that the price for crude oil will be just below US\$65 per barrel through 2006 and 2007. Natural gas prices are assumed to remain at or above US\$10 per MMBtu through 2007Q1 before falling below US\$10 per MMBtu through the rest of 2007 (Chart 16). These higher energy prices are expected to have a small restraining effect on both aggregate supply and demand in the global economy.

Real prices for non-energy commodities are assumed to remain near current levels through 2006 and 2007, since supply is expected to expand roughly in line with demand.



The base-case outlook for GDP growth in the United States and in the major overseas economies suggests that the global economy will continue to expand at about 4 per cent per year over the projection horizon (Table 1).

Economic growth in Asia is expected to remain robust, despite higher energy prices. China and the other Asian newly industrialized economies continue to expand rapidly, and will continue to do so over the next few years. As well, the economic expansion in Japan appears to be building momentum. The rate of inflation in Japan is expected to turn positive by the end of 2006.

In contrast, growth in euro zone economies remains sluggish and is expected to average 1.2 per cent in 2005, a somewhat weaker performance than anticipated at the time of the last *Report*. Economic activity in the euro zone has not been as strong as expected, partly reflecting uncertainty concerning labour market and other structural reforms, as well as higher energy prices. GDP growth in the euro zone is projected to pick up gradually over the next two years as domestic demand recovers.

Data on the U.S. economy suggest that growth has been relatively strong. Real U.S. GDP expanded at an annual rate of 3.3 per cent in the second quarter of 2005. Monthly indicators support a further pickup in activity in the third quarter, led by particularly robust housing activity and consumer spending. The effects of Hurricane Katrina and higher energy prices will, however, have a dampening impact on the U.S. economy for the remainder of this year.

Accordingly, U.S. GDP is expected to grow by 3.5 per cent in 2005, somewhat less than the 3.7 per cent anticipated at the time of the *July Update*. Economic activity is expected to pick up slightly in 2006, as the adverse effects of higher energy prices are more than fully offset by increased construction associated with the cleanup and rebuilding of storm-damaged areas.³ In 2007, the U.S. economy is expected to slow modestly, as domestic demand retreats, owing to increases in U.S. policy rates and increased household and government savings.

This base-case projection assumes that global imbalances will be resolved over an extended period, with relatively modest year-to-year movements. Thus, the U.S. current account deficit, which is largely matched by surpluses in Asia and in oil-exporting countries,

Economic growth is expected to remain strong in Asia . . .

. . . but has been weaker than expected in the euro area.

U.S. GDP growth is expected to remain solid in 2006 and 2007.

3. Overall growth in U.S. real GDP in 2005 is expected to be reduced by 0.1 per cent at annual rates as a result of the economic disruption caused by Hurricane Katrina. In 2006, real GDP growth is projected to be 0.1 per cent higher, owing to the reconstruction effort, but growth could be slightly stronger, depending on the extent of the reconstruction funded by the federal government.

starts to gradually unwind in 2007. This unwinding involves increased domestic demand in Asia, Europe, and oil-exporting countries in 2007; an increase in private and public savings in the United States; and a further real effective depreciation of the U.S. dollar, which shifts demand towards U.S. exports and reduces the U.S. demand for foreign imports.

Table 1
Global Growth Projections

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Expected growth (per cent) ^b		
		2005	2006	2007
United States	21	3.5 [0.74]	3.6 [0.76]	3.2 [0.67]
European Union	19	1.2 [0.25]	1.7 [0.32]	2.2 [0.42]
Japan	7	1.7 [0.12]	1.6 [0.11]	2.2 [0.15]
China and Asian NIEs ^c	17	7.9 [1.34]	7.2 [1.22]	7.2 [1.22]
Others	36	4.3 [1.63]	4.3 [1.55]	4.3 [1.55]
World	100	4.0	4.0	4.0

a. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2004. Source: IMF, WEO Database, April 2005

b. Numbers in square brackets represent the contribution of each region to the global economic growth rate in percentage points.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

Aggregate demand and supply in Canada

Solid growth in final domestic demand is expected to support economic expansion in Canada through 2007.

In the base-case projection for Canada, solid growth in final domestic demand is expected to continue to contribute importantly to economic expansion in the second half of 2005 and through 2006 and 2007.

Several factors point to further strong increases in business investment. These include an expanding global economy and indications that energy and non-energy commodity prices will remain high for some time, the high rate of capacity utilization in a number of capital-intensive industries, continued favourable financial conditions, strong profit levels and balance sheets, and earlier reductions in the prices of imported machinery and equipment.

A solid pace of growth in consumer expenditures is projected in 2006 and 2007...

After a substantial advance in 2005, consumer spending is expected to rise solidly through 2006 and 2007, albeit at a more modest pace than in 2005 and somewhat less than projected in the *July Update* (Table 2). Higher energy prices will tend to dampen

Table 2
Contributions to Average Annual Real GDP Growth
 Percentage points*

	2005	2006	2007
Consumption	2.2 (2.2)	1.6 (1.8)	1.7
Housing	0.3 (0.2)	-0.2 (-0.2)	0
Government	0.7 (0.8)	1.0 (1.0)	0.9
Business fixed investment	0.9 (0.9)	0.8 (0.8)	0.6
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	<i>4.1 (4.1)</i>	<i>3.2 (3.4)</i>	<i>3.2</i>
Exports	1.3 (1.4)	2.1 (2.2)	1.6
Imports	-2.7 (-2.8)	-2.3 (-2.2)	-1.8
<i>Subtotal: Net exports</i>	<i>-1.4 (-1.4)</i>	<i>-0.2 (0)</i>	<i>-0.2</i>
Inventories	0.1 (0)	-0.1 (-0.1)	0
<i>GDP</i>	<i>2.8 (2.7)</i>	<i>2.9 (3.3)</i>	<i>3.0</i>

* Figures in parentheses are from the scenario in the July Update.

consumption growth (Technical Box 3), as will the slightly lower income growth from the lower assumed profile for potential output. Nonetheless, still-robust gains in real incomes and relatively low long-term interest rates should help support the pace of consumer spending in 2006 and 2007. Consumer confidence, which recently fell in the immediate wake of hurricanes in the United States, is expected to recover. Housing investment is expected to be little changed, on balance, following strong increases in recent years.

The base-case outlook continues to incorporate an assumption of relatively strong growth in total spending on goods and services by all levels of government combined, with overall spending on goods, services, and transfers rising at about the same rate as revenues.

With continued strong growth in the U.S. economy, exports are expected to continue to rise, while strong investment in machinery and equipment will continue to stimulate imports. The adjustment of exports and imports to the appreciation of the Canadian dollar through 2003 and 2004 is now well advanced. But, on the assumption that the Canadian dollar continues to trade in its recent range of 84 to 86 cents U.S., there will be further effects on trade. While there is considerable uncertainty regarding the speed and magnitude of the effects of exchange rate movements on net exports, on balance, net exports are expected to exert a small drag on overall growth through 2006 and 2007. This is a somewhat weaker track

... while net exports will exert a small drag.

Technical Box 3

The Economic Effects of Higher Energy Prices for Canada

Fluctuations in the global prices of energy commodities affect economic activity through various channels (Stuber 2001). As a net exporter of oil, petroleum products, and natural gas, Canada would see its terms of trade, and therefore its real income, increase as energy prices rise. But since most of Canada's important trading partners are net importers of energy, higher energy prices could be expected to reduce their demand for Canada's exports. Energy-price increases would also raise the operating costs of Canadian businesses and reduce the real incomes of households, while transferring income to oil and gas producers.

Energy-price movements importantly affect the composition of aggregate demand in Canada and have differing sectoral and regional effects.

A sustained increase in the price of West Texas Intermediate crude oil of US\$10 per barrel could directly raise Canada's real income by close to 0.3 per cent. It is estimated that aggregate activity in Canada could edge up by about 0.1 per cent after three years, as capital spending by oil and gas companies and spending by governments gradually increase (Table A).^{1,2} On the other hand, exports, consumer spending, and investment by non-energy firms would likely be somewhat lower. In the short run, aggregate activity would likely be lower by about 0.1 per cent, as decision, planning, and regulatory lags, together with tight markets for many inputs (including labour), would probably limit the initial response of the energy sector to increased revenues.

A sustained 20 per cent rise in the U.S.-dollar price of natural gas is estimated to raise aggregate activity in Canada by a somewhat larger amount after three years—about 0.2 per cent. The adverse effects of higher natural gas prices on U.S. demand for Canadian products would be expected to be considerably smaller than those of a similar oil-price increase, since the United States is much less dependent on natural gas imports than on foreign supplies of crude oil and petroleum products.

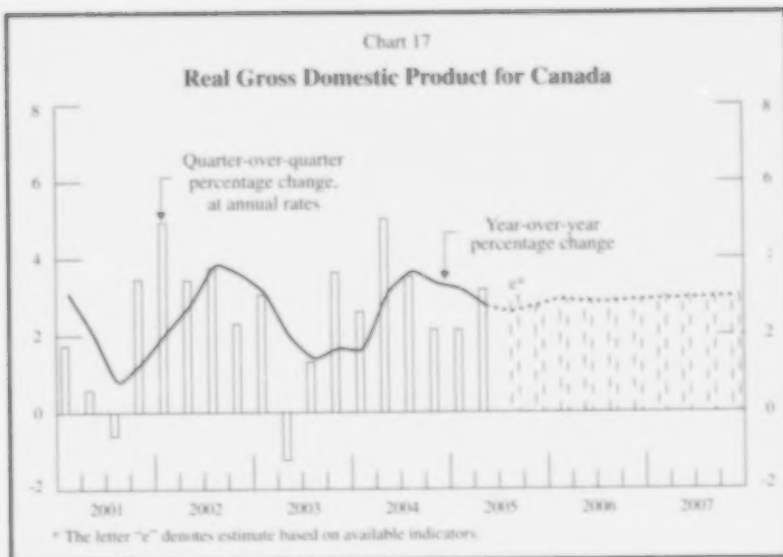
Table A
Estimated Impact of an Increase of US\$10 per Barrel in Oil Prices on
Canada's Real GDP and Its Components
Percentage difference from control level

	After four quarters	After twelve quarters
Consumption	-0.1	-0.05
Government spending*	+0.1	+0.5
Business fixed investment	+0.4	+0.8
Exports	-0.4	-0.4
Imports	-0.2	-0.1
GDP	-0.1	+0.1

* It is assumed that the increased government revenues stemming from higher oil prices are either saved or spent on goods and services. Part of these higher revenues might instead be returned to households in the form of either increased transfer payments or reduced taxes. The estimated impact on consumption would then be less negative than shown in Table A, while the impact on government spending would be less positive. The overall effect on economic activity should be largely unchanged.

1. The estimates shown in Table A are based on an extension of the analysis undertaken in Stuber (2001). First, the effects of an oil-price increase on the incomes of energy and non-energy businesses, households, and the government sector are assessed, along with their impact on foreign demand for Canadian products. These effects, together with assumptions for the marginal propensities to spend and to import, are then used to estimate the effect of the oil-price increase on the various components of GDP.

2. Factors that have limited the actual increase in the profits of oil and gas companies over the past year, as the prices of energy commodities rose, have included the further appreciation of the Canadian dollar, oil-price hedging programs, and weakness in the price of heavy crude oil relative to that of light crude.



for net exports in 2006 than that in the July *Update*, owing largely to the stronger Canadian dollar.⁴

The Bank's base-case projection therefore calls for economic growth, on an average annual basis, to be 2.8 per cent in 2005 rising gradually to 2.9 per cent in 2006 and to 3.0 per cent in 2007. This is in line with the latest Consensus Economics outlook. The outlook for growth is a little higher in 2005 and a little lower in 2006 than at the time of the July *Update*, reflecting the elimination of the output gap and a modest reduction in the assumed growth rate of potential output through 2005 and 2006.⁵

On a quarterly basis, the Bank projects that real GDP growth will edge down to about 3.0 and 2.7 per cent in the third and fourth quarters of 2005, respectively. It will then increase modestly to close to 3 per cent over the four quarters of 2006 and through 2007 (Chart 17, Table 3). This base-case projection incorporates some further reduction in monetary stimulus to maintain a balance between aggregate supply and demand in the Canadian economy and thus keep inflation on target. The economy continues to operate at about its production capacity throughout the projection horizon.

Canada's GDP is projected to grow, on average, by about 2.8 per cent in 2005, 2.9 per cent in 2006, and 3 per cent in 2007 . . .

. . . with the economy operating at its production capacity over the projection horizon.

4. Somewhat weaker growth in U.S. GDP resulting from Hurricane Katrina is expected to dampen Canadian net exports in the third and fourth quarters of 2005, but the effect will be muted, since half of the negative impact in the United States will be in the three affected states that, together, account for only about 1 per cent of total Canadian exports.

5. As discussed in Technical Box 2, while we have retained the assumption that potential output will grow at 3 per cent for 2007, it is assumed to grow at 2.8 per cent in 2005 and 2.9 per cent in 2006, reflecting recent low productivity growth and the significant amount of adjustment taking place in the Canadian economy in response to large relative price changes.

The base-case projection for inflation

While indicators of near-term inflation expectations have edged up, longer-term measures remain well anchored to 2 per cent.

Total CPI inflation is projected to average close to 3 per cent for the rest of 2005 and for the first half of 2006, before returning to the 2 per cent target in the second half of 2006.

Core inflation is expected to average about 1.6 per cent over the remainder of 2005...

... before returning to 2 per cent by mid-2006.

Although most indicators of near-term inflation expectations that the Bank follows have edged up in recent months, key medium- and longer-term measures remain well anchored to the 2 per cent target. While 70 per cent of firms in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* expect CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years, the percentage of respondents expecting inflation to be above 3 per cent rose appreciably from the preceding survey. Nevertheless, the average private sector forecast for total CPI inflation over the longer term is near 2 per cent (Consensus Economics Inc. 2005).

Total CPI inflation is projected to average near to 3 per cent for the rest of 2005 and for the first half of 2006, before returning to the 2 per cent target in the second half of 2006. For the next year or so, total CPI will continue to be importantly affected by recent developments in the market for crude oil, natural gas, gasoline, and heating oil (Chart 16). While gasoline prices, on a month-to-month basis, are expected to ease somewhat through to early 2006, consumer prices for natural gas are projected to increase considerably over the same period, as recent increases in wholesale prices become reflected in regulated prices and contracts.

Core inflation is projected to continue to average close to 1.6 per cent through to the end of 2005. The past appreciation of the Canadian dollar, together with expected ongoing reductions in the world prices of some consumer goods (owing to increasing supplies from countries such as China) and some temporary effects related to automobile prices, are exerting some downward pressure on inflation.

With the economy expected to be operating at production capacity and inflation expectations well anchored, total CPI inflation should decrease to the 2 per cent target in the second half of 2006. The core rate is projected to rise to 2 per cent by mid-2006 and to remain there through 2007 (Table 3), owing to these same factors. This assumes that there is little pass-through from higher oil and natural gas prices and the recent appreciation of the Canadian dollar into core inflation, consistent with experience in recent years.

Increases in average hourly earnings of permanent workers are expected to rise over the projection period. At the same time, however, with a significant improvement in the growth of labour productivity, the projected year-to-year increase in unit labour costs over this period, should remain around 2 per cent.

Table 3
Summary of the Base-Case Projection*

	2005		2006			2007	
	Q3	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)	3.0 (2.7)	2.7 (3.3)	2.9 (3.5)	2.9 (3.5)	2.9 (3.3)	3.0	3.0
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.6 (2.4)	2.8 (2.6)	2.9 (3.0)	2.9 (3.2)	2.9 (3.4)	2.9	3.0
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.7)	1.6 (1.7)	1.7 (1.8)	1.9 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.7 (2.2)	2.9 (2.4)	2.8 (2.5)	2.8 (2.5)	2.0 (2.0)	1.9	1.9
WTI ** (level)	63 (60)	63 (61)	64 (61)	64 (61)	64 (60)	63	62

* Figures in parentheses are from the July Monetary Policy Report Update.

** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 14 October 2005.

Risks to the base-case projection

The base-case projection incorporates a number of assumptions: global energy prices evolve in line with current futures prices; productivity growth in Canada continues to recover; there is little feed-through from higher oil and gas prices into core inflation; there is a gradual unwinding of global imbalances; and the Canadian dollar continues to trade in its recent range relative to the U.S. dollar. Clearly there are risks and uncertainties around each of these assumptions.

Over the next four to six quarters, risks to the base-case projection for Canada appear to be balanced. There are both upside and downside risks to global economic activity, stemming primarily from future energy prices and the pace of growth in China. For Canada, these global risks could affect the evolution of net exports, commodity prices, and the exchange rate.

Adjustment to the appreciation of the Canadian dollar, higher commodity prices, and increased competition from China and other newly industrialized economies is so far proceeding in line with expectations. However, there are still both upside and downside risks to exports and imports as this continuing adjustment unfolds.

The ongoing adjustment and large relative price changes also pose some risks to the outlook for inflation. While the balance of indicators suggests that the economy is operating at its production

potential, sectoral and regional shifts occurring in the Canadian economy make the overall assessment of capacity pressures particularly complex. With the economy operating at its production potential, there is also the risk that higher energy costs could feed through more broadly to the prices of non-energy goods and services, increasing the upward pressure on inflation. The risk of this affecting longer-term inflation expectations should be mitigated, however, by monetary policy clearly focused on achieving the 2 per cent target.

Looking to 2007 and beyond, there are risks related to the manner in which global imbalances will be unwound. The imbalances remain sizable, and the longer they persist without appropriate policy actions being taken, the higher is the risk that their resolution could involve a period of weakness in worldwide aggregate demand.

The principal risk is that, as the savings rates of households and governments begin to rise in the United States, domestic demand elsewhere in the world fails to pick up sufficiently to sustain global demand. Uncertainty related to structural reform appears to have resulted in increased precautionary savings in significant parts of Europe, while in China the need to self-insure against health risks and to provide for education costs is leading households to save a very large proportion of their income gains. More recently, higher oil prices are shifting current account surpluses towards oil-exporting countries, which may dampen global demand if these increased oil revenues do not translate sufficiently into increased import demand by these countries. For the base-case projection to be realized, U.S. consumers and governments need to spend less and save more, and policy actions need to be taken elsewhere to encourage stronger domestic demand.

There is also the risk of an abrupt and disorderly adjustment. This would likely involve large movements in exchange rates and other asset prices and a sharp slowing in the world economy. The economic cost for the world economy would be greater if some countries resist fundamental exchange rate movements or if there is a rise in protectionism.

For Canada, the risks of weaker global demand beginning some time in 2007 would imply less demand for Canadian products, less buoyancy in commodity prices and, hence, less growth in business investment. A sharp depreciation of the U.S. dollar against the Canadian dollar, as part of a broader currency adjustment, would further exacerbate the negative impact on the demand for Canadian-produced goods. Such weaker demand would have implications for the conduct of monetary policy.

BIBLIOGRAPHY

- Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.
- _____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.
- _____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.
- Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-XWE (monthly). Ottawa.
- Consensus Economics Inc. 2005. *Consensus Forecasts*. Various issues.
- Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.
- Stuber, G. 2001. "The Changing Effects of Energy-Price Shocks on Economic Activity and Inflation." *Bank of Canada Review* (Summer): 3–14.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

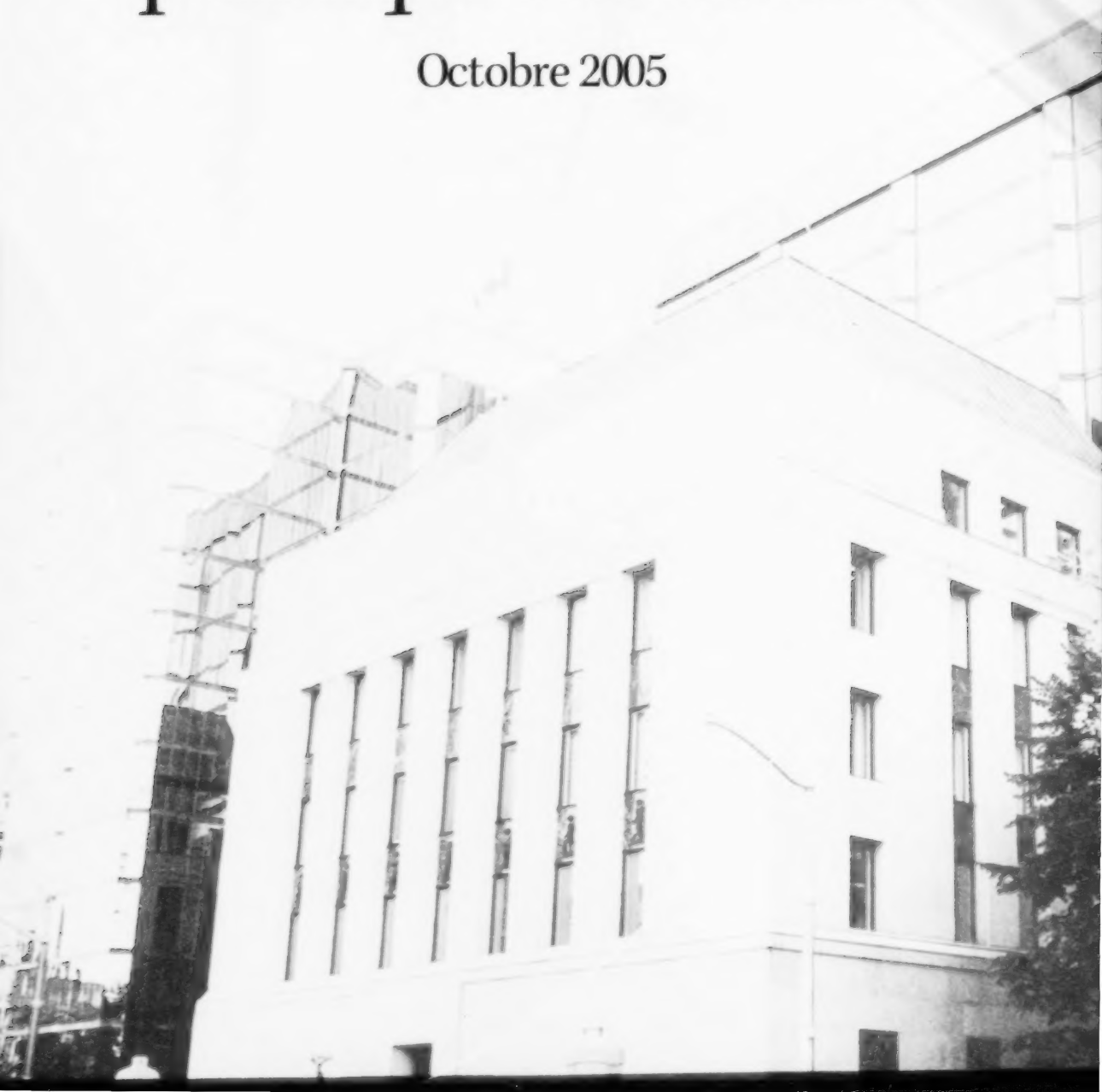
Telephone: (613) 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca
website: www.bankofcanada.ca



BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2005



LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

5285
CN ISSN 1201-8783

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2005 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth et Tiff Macklem.*

En tant que décideurs prudents, nous ne devons pas compter sur la chance pour nous tirer d'affaire. [...] Nous devons agir dès maintenant afin de relever les défis d'aujourd'hui et de demain, pour le bien-être de tous nos concitoyens.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
9 septembre 2005*

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble	5
2. L'évolution récente de l'inflation	7
L'inflation et la cible de 2 %	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation	8
3. L'évolution financière	19
Les conditions du crédit	19
Les courbes de rendement et le taux de change	20
4. Les perspectives	23
La conjoncture internationale	23
La demande et l'offre globales au Canada ...	26
Le scénario de référence en matière d'inflation	30
Les risques pesant sur le scénario de référence	31
Bibliographie	34

Notes techniques

1. La croissance de la production observée
 et la mesure de la croissance de la
 production potentielle
2. L'évolution de la productivité
 au Canada
3. Les effets sur l'économie canadienne
 d'une hausse des prix de l'énergie



1. VUE D'ENSEMBLE

La croissance de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme solide depuis la publication, en juillet, de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire*. Au Canada, l'expansion a légèrement dépassé les prévisions au premier semestre de l'année. Considérée globalement, l'économie du pays semble maintenant fonctionner aux limites de sa capacité de production.

Parallèlement, les économies mondiale et canadienne ont continué d'être marquées par de fortes variations des cours de l'énergie. Si les poussées des prix du pétrole brut et de l'essence causées par les ouragans qui ont frappé le golfe du Mexique se sont déjà inversées, les cours du gaz naturel et du mazout, ainsi que de l'essence, sont nettement supérieurs aux niveaux où ils se situaient en juillet, au moment de la parution de la *Mise à jour*.

En outre, le cours du dollar canadien évolue dans une fourchette plus élevée par rapport au dollar américain depuis la fin de l'été et il s'est accru encore davantage vis-à-vis d'autres grandes devises. Cette vigueur récente semble être soutenue par plusieurs facteurs fondamentaux, dont les hauts niveaux des prix du pétrole brut et du gaz naturel ainsi que la tenue généralement robuste de l'économie canadienne.

Les fluctuations passées et récentes des cours de l'énergie et du taux de change du dollar canadien, de même que la concurrence livrée par la Chine et les autres pays nouvellement industrialisés donnent lieu à d'importants ajustements au sein de l'économie canadienne. Ceux-ci ont entraîné des variations considérables dans les profils de croissance des divers secteurs et régions, ce qui complique beaucoup l'évaluation des pressions s'exerçant sur l'appareil de production et de l'évolution future de la production potentielle. À la lumière des ajustements en cours et de la faible progression affichée ces dernières années par la productivité, la Banque a légèrement réduit son estimation de la croissance de la production potentielle pour 2005 et 2006.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que l'économie canadienne continuera de tourner à plein régime d'ici la fin de 2007. Le PIB réel devrait progresser à peu près au même rythme que la production potentielle durant la période de projection, s'accroissant en moyenne de 2,8 % en 2005, de 2,9 % en 2006 et de 3 % l'année suivante.

Étant donné que l'économie fonctionne aux limites de sa capacité et que l'énergie a renchéri, les pressions à la hausse sur les prix à la consommation se sont quelque peu renforcées depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. Le taux d'augmentation annuel de l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est probablement hissé au-dessus de 3 % en septembre. En supposant que les cours de l'énergie suivront la trajectoire indiquée par les prix actuels des contrats à terme, l'inflation mesurée par l'IPC devrait avoisiner 3 % en moyenne pendant le reste de l'année et le premier semestre de 2006, avant de redescendre à la cible de 2 % au second semestre. Par contraste, l'inflation mesurée par

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet

7 septembre — haussé de 25 points de base à 2,75 %

18 octobre — haussé de 25 points de base à 3 %

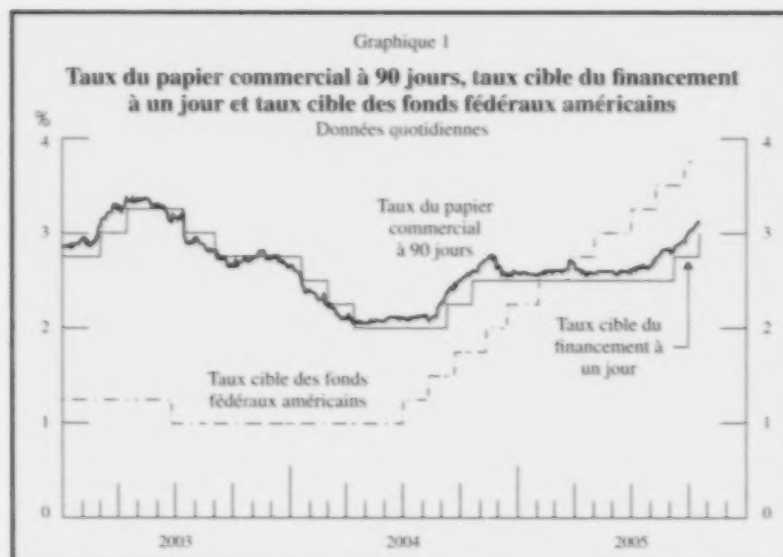
Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 18 octobre 2005.

l'indice de référence devrait se maintenir au-dessous de 2 % au cours des prochains mois. Mais comme l'économie tourne à plein régime et que les attentes d'inflation à long terme semblent bien arrimées, la Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence remonte à 2 % d'ici le milieu de 2006.

Le scénario de référence de la Banque relativement à la production et à l'inflation est entaché d'un certain nombre de risques et d'incertitudes. Pour les quatre à six prochains trimestres, ces risques concernent notamment l'ajustement de l'économie canadienne aux changements en cours à l'échelle mondiale, l'incertitude entourant le niveau actuel et la croissance future de la production potentielle, ainsi que l'évolution des prix de l'énergie. Ces risques à court terme semblent équilibrés. Toutefois, le danger que la correction des déséquilibres économiques mondiaux puisse s'accompagner d'une période de faible expansion à l'échelle internationale s'accroît à partir de 2007.

La Banque a relevé son taux directeur de 25 points de base le 7 septembre et à nouveau le 18 octobre, pour le porter à 3 % (Graphique 1).

Tenant compte de sa projection et du fait que l'économie canadienne semble maintenant fonctionner aux limites de sa capacité, la Banque estime qu'il faudra encore réduire le degré de détente monétaire afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au cours des quatre à six prochains trimestres et de garder l'inflation au taux cible. Cependant, comme les risques à la baisse qui entachent les perspectives mondiales deviennent prépondérants à partir de 2007, la Banque suivra avec une attention particulière l'évolution de la conjoncture internationale. De façon plus générale, elle continuera d'évaluer les ajustements et les tendances sous-jacentes au sein de l'économie canadienne, ainsi que la résultante des risques, afin de mener la politique monétaire de manière à maintenir l'inflation à la cible visée à moyen terme.



2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a connu une volatilité considérable au cours des huit premiers mois de 2005 et s'est situé, en moyenne, légèrement au-dessus de la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque. L'inflation mesurée par l'indice de référence — un indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation — s'est établie à 1,6 % en moyenne durant la même période¹.

L'inflation mesurée par l'IPC global s'est établie légèrement au-dessus de 2 % en moyenne durant les huit premiers mois de 2005.

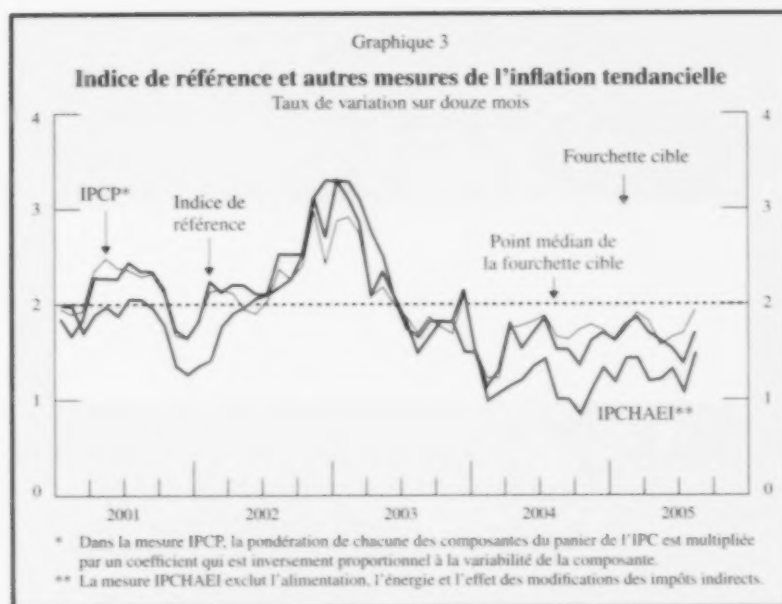
L'inflation et la cible de 2 %

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global a été très volatil au premier semestre de 2005, oscillant dans une fourchette de 1,6 à 2,4 %, principalement sous l'effet des variations des prix de l'essence. Par ailleurs, les nouvelles hausses substantielles des cours du pétrole brut depuis la fin de mai ont poussé ce taux à 2,6 % en août, et celui-ci s'est probablement hissé au-dessus de 3 % en septembre en raison de la flambée des prix du carburant qui a suivi les perturbations des opérations de raffinage aux États-Unis provoquées par les récents ouragans.

Le taux d'accroissement de l'IPC global a affiché une certaine volatilité, atteignant 2,6 % en août 2005.



1. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces huit composantes sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.



Le taux d'augmentation de l'indice de référence et les autres mesures de l'inflation tendancielle sont demeurés sous les 2 %.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été de 1,7 % en août (Graphique 2). Ce taux correspond à celui projeté pour le troisième trimestre dans la *Mise à jour* de juillet. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit sont aussi restées inférieures à 2 % (Graphique 3).

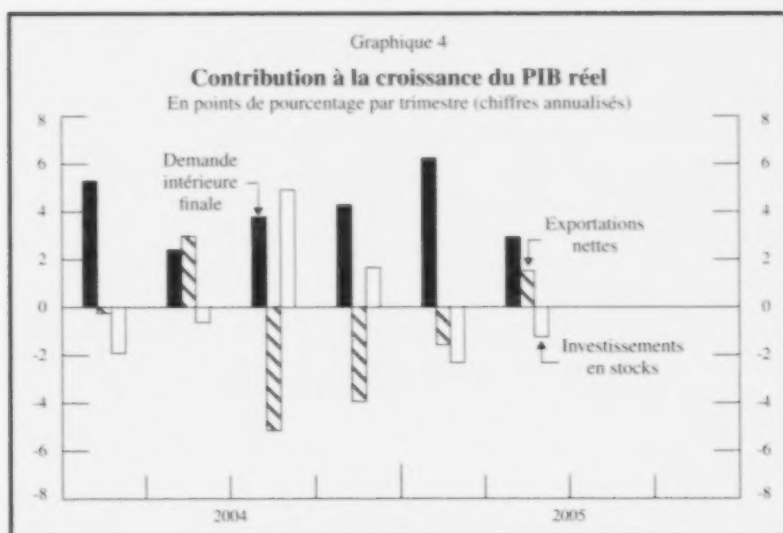
Le repli des cours mondiaux de divers produits de consommation et l'appréciation passée du dollar canadien, qui ont fait fléchir les prix d'un bon nombre de biens à forte teneur en importations, sont une source importante de pressions à la baisse sur le taux d'augmentation de l'indice de référence depuis le début de 2005. Les mouvements à court terme de cette mesure de l'inflation s'expliquent dans une large mesure par les fluctuations des prix des véhicules automobiles.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale au Canada

L'expansion économique a été plus vive que prévu durant la première moitié de 2005...

Le PIB réel a progressé à un rythme annuel de 2,7 % au premier semestre de 2005, ce qui est supérieur à la prévision énoncée dans la *Mise à jour* de juillet. Par conséquent, le niveau d'activité en milieu d'année était un peu plus élevé qu'escompté. Après avoir examiné les données disponibles et jugé modestes les répercussions des perturbations de l'économie américaine provoquées par les récents ouragans, la Banque estime que la croissance du PIB canadien a été de 3 % environ au troisième trimestre de 2005.



La demande intérieure finale a poursuivi son essor durant la première moitié de 2005 (Graphique 4). En outre, les exportations nettes, qui avaient accusé un fort recul au second semestre de l'an dernier, n'ont guère varié dans l'ensemble.

La reprise des exportations canadiennes au premier semestre de cette année a été alimentée par la vigoureuse expansion de l'économie américaine. L'appréciation du huard en 2003 et en 2004, qui avait grandement contribué au repli des exportations au second semestre de l'an dernier, n'a pas semblé avoir d'autres retombées négatives sensibles sur le niveau de ces dernières au premier semestre de 2005. Les exportations de machines et matériel ont connu une hausse particulièrement vive, tandis que celles de produits automobiles ont fléchi. Les importations se sont aussi accrues sous l'impulsion de la robustesse de la demande intérieure finale, mais leur progression a été freinée par une réduction des investissements en stocks.

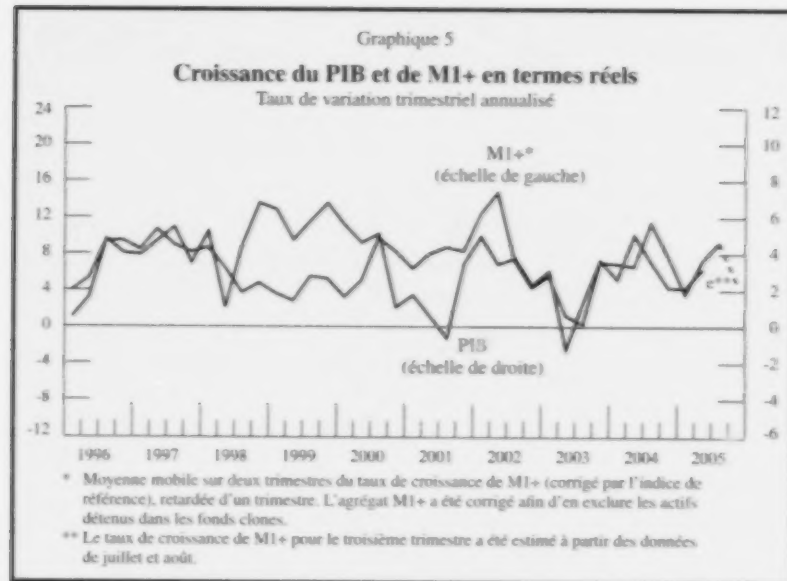
Cette réduction traduit en grande partie la réaction des fabricants et des grossistes à la chute de la demande étrangère au cours des six derniers mois de 2004. En revanche, les dépenses d'investissement des entreprises ont continué de croître à un rythme appréciable au premier semestre de 2005, pour ce qui est tant des ouvrages que des machines et du matériel. Les dépenses des ménages ont aussi augmenté fortement à la faveur des nouveaux gains enregistrés au chapitre des revenus réels et de la richesse personnelle.

De façon générale, les données sur l'évolution de la monnaie au sens étroit cadrent avec le taux de 3 % environ auquel la Banque estime actuellement la croissance du PIB réel pour le troisième

... car la demande intérieure finale s'est fortement accrue...

... et les exportations se sont redressées, alors que la croissance des importations s'est ralentie.

Les dépenses d'investissement des entreprises ont fortement augmenté.



trimestre de l'année et laissent entrevoir un léger tassement au dernier trimestre (Graphique 5).

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

L'économie semblait fonctionner aux limites de sa capacité au milieu de l'année.

La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production donne à penser que l'économie fonctionnait aux limites de sa capacité au deuxième trimestre de 2005 (Graphique 6 et Note technique 1).

Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada continue de faire état de pressions plus intenses que ne le laisse croire l'estimation de l'écart de production fournie par la mesure habituelle. En outre, la proportion des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre dans le cadre de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* de la Banque parue cet automne dépassait largement la moyenne, alors que le pourcentage de celles ayant affirmé qu'elles auraient des difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande se situait un peu au-dessus de la moyenne (Graphique 7). Les contraintes de capacité se manifestent surtout dans les secteurs de la construction, de la production de matières premières et du transport.

En revanche, d'autres indicateurs témoignent de pressions moins fortes. Depuis la fin de 2003, l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintient sous les 2 %. De même, malgré la progression affichée par certaines mesures des augmentations de salaires, les gains à ce titre sont demeurés modérés dans l'ensemble.

Note technique 1

La croissance de la production observée et la mesure de la croissance de la production potentielle

La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que l'économie peut générer de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Comme elle ne peut être directement observée, il faut l'estimer. Pour établir sa mesure de la production potentielle, la Banque commence par scinder les variations de la productivité du travail et de l'offre de travail en leurs composantes tendancielle et cycliques, en se basant sur les mouvements de variables directement observables comme le taux d'activité, la croissance de la population et de la productivité et l'inflation des prix et des salaires. Elle combine ensuite les composantes tendancielle obtenues en une mesure économétrique de la production potentielle. La Banque met constamment à jour ses estimations du potentiel de l'économie à la lumière des nouvelles données qu'elle reçoit et des résultats de ses travaux de recherche.

Le taux de croissance de la production potentielle ainsi mesuré par la Banque a varié dans le temps (Graphique A). Il est en effet passé de quelque 4 % en 1999 à environ 2,5 % en 2002, à la suite du ralentissement tendanciel de la progression de la productivité du travail qui a marqué cette période.

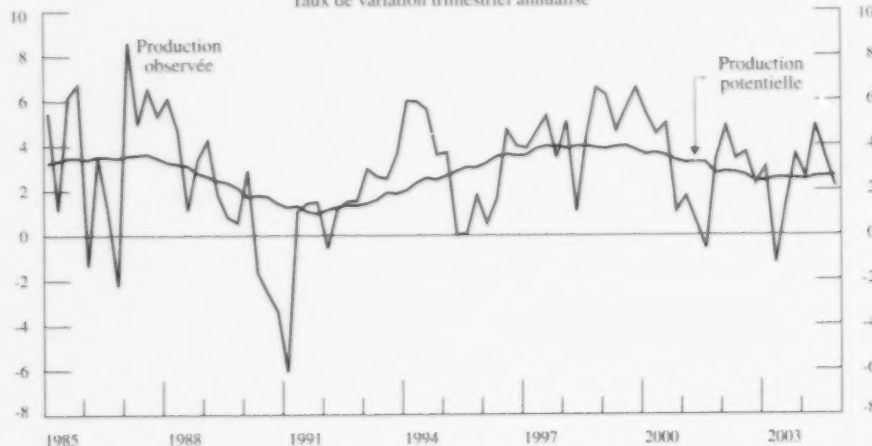
L'écart de production correspond à la différence entre les niveaux, et non les taux de croissance, de la production observée et de la production potentielle. Il constitue un indicateur de l'importance de l'offre ou de la demande excédentaire au sein de l'économie (voir le Graphique 6). Ces mesures économétriques de la production potentielle et de l'écart de production sont teintées d'une grande part d'incertitude. Elles doivent par conséquent être interprétées avec beaucoup de circonspection. C'est pour cette raison que le Conseil de direction analyse aussi une vaste gamme d'indicateurs au moment d'évaluer l'ampleur des pressions s'exerçant sur la capacité de production (voir le site de la Banque à l'adresse www.banqueducanada/fr/taux/indinf-f.html).

La Note technique 2 traite de certains des facteurs que la Banque doit prendre en considération pour prévoir la croissance de la productivité du travail et la production potentielle.

Graphique A

Croissance de la production potentielle et de la production observée

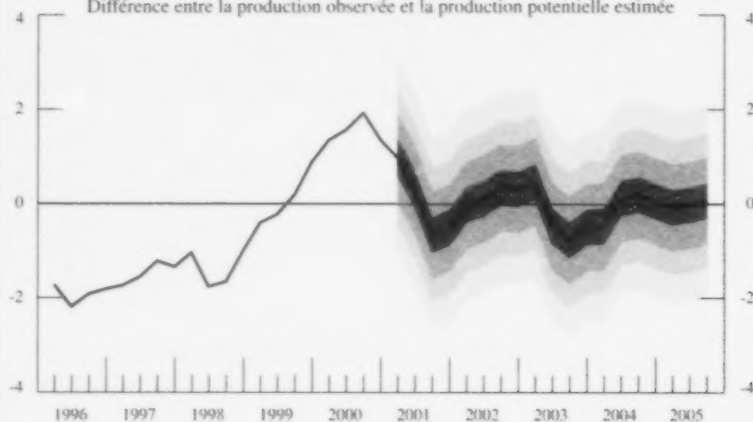
Taux de variation trimestriel annualisé



Graphique 6

Estimation de l'écart de production*

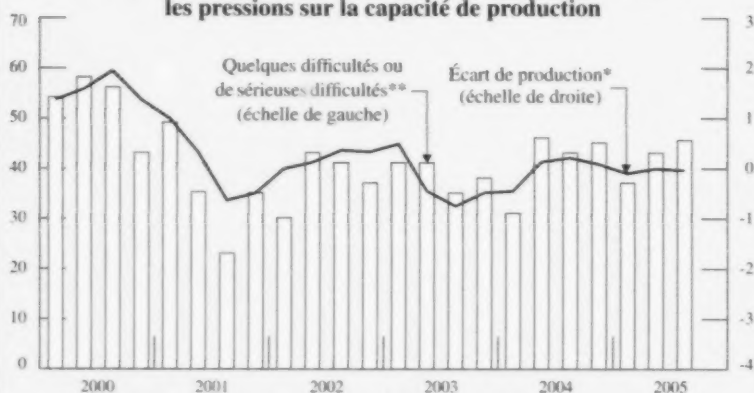
Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2005 se fonde sur une croissance prévue de la production de 3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Graphique 7

**Estimation de l'écart de production et réponses à la question
de l'Enquête sur les perspectives des entreprises concernant
les pressions sur la capacité de production**


* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. Il convient de noter que la valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2005 se fonde sur une croissance prévue de la production de 3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

Dans la *Mise à jour* de juillet, la Banque exprimait l'avis que l'économie fonctionnait légèrement en deçà de ses capacités au milieu de 2005. Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, le Conseil de direction estime maintenant que, considérée globalement, l'économie tournait à plein régime à la mi-année. Cette révision à la hausse reflète la cadence plus vive que prévu de la croissance au premier semestre de 2005 et l'opinion selon laquelle le niveau de la production potentielle est quelque peu inférieur à ce que l'on avait cru antérieurement.

Les entreprises doivent constamment s'adapter aux changements que subit leur environnement économique. La forte concurrence livrée par les économies nouvellement industrialisées (en particulier la Chine), l'appréciation du dollar canadien et le renchérissement de l'énergie ont nécessité un ajustement encore plus prononcé que celui qu'elles doivent opérer d'habitude. Les variations très importantes des prix relatifs des produits de base et des biens manufacturés qui en ont résulté ont créé des disparités dans la croissance observée d'une région à l'autre et d'un secteur à l'autre.

Les contraintes de capacité se font surtout sentir dans les provinces productrices d'énergie de l'Ouest, où la montée des prix du pétrole et du gaz naturel a donné lieu à une augmentation des revenus ainsi que des profits et des investissements. L'expansion soudaine de l'activité a entraîné des pénuries de main-d'œuvre, non seulement dans le secteur de l'énergie, mais aussi dans d'autres industries qui puisent dans le même bassin de travailleurs.

La situation dans le secteur de la fabrication est un peu différente. Comme les entreprises manufacturières exportent une part importante de leur production, elles ont souffert de la forte appréciation du huard depuis 2002 qui a réduit la compétitivité des produits canadiens.

L'ajustement aux changements rapides de leur position concurrentielle s'est avéré ardu pour de nombreuses entreprises. Les enquêtes menées par la Banque confirment que les firmes canadiennes s'y emploient néanmoins pour faire face aux conditions économiques changeantes. En outre, les résultats de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* parue récemment indiquent que les intentions d'investissement et d'embauche restent fortes dans toutes les régions du pays et dans la majorité des secteurs, et que les entreprises demeurent optimistes globalement à l'égard des perspectives économiques.

Les disparités sectorielles et régionales sur le plan de la croissance économique deviennent plus manifestes à mesure que les entreprises s'ajustent aux variations des prix relatifs.

Les coûts

Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires, calculé à l'aide d'indicateurs tels que le salaire horaire moyen des employés permanents et la rémunération horaire dans le secteur des entreprises, semble s'être établi entre 2 1/2 et 3 1/2 % au cours des derniers mois (Graphique 8). Parallèlement, le rythme d'accroissement en glissement annuel de la rémunération horaire dans le secteur des entreprises s'est intensifié pour atteindre 2,7 % au deuxième trimestre de 2005.



Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté de 2 % au deuxième trimestre de 2005 comparativement au niveau où ils se situaient un an plus tôt.

La croissance de la productivité du travail a été faible.

Au cours de la même période, la productivité du travail s'est accrue d'à peine 0,6 % par rapport au niveau où elle se situait un an auparavant, après n'avoir presque pas progressé pendant deux ans. La productivité n'ayant enregistré que de modestes gains au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises ont crû de 2 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2005 (Graphique 9).

La faiblesse persistante de l'avance de la productivité du travail est de plus en plus incompatible avec le taux de progression tendancielle de 1 3/4 % retenu comme hypothèse par la Banque et sur lequel se fonde son estimation de la croissance de la production potentielle, qu'elle chiffre à 3 %. L'atonie de cette avance a été généralisée, se manifestant dans les secteurs de la fabrication, de la construction et des services (Note technique 2). Bien que cette atonie provienne en partie de facteurs propres à certains secteurs,

Note technique 2

L'évolution de la productivité au Canada

Après s'être accrue à un rythme annuel robuste de 2,1 % entre 1996 et 2000, la productivité du travail a ralenti dans les entreprises canadiennes au début de la présente décennie et n'a pour ainsi dire pas progressé en 2003 et 2004. Au premier semestre de 2005, elle a légèrement augmenté, gagnant environ 0,7 % en rythme annualisé¹.

Le vif essor de la productivité durant la deuxième moitié des années 1990 tenait largement aux gains enregistrés dans le secteur manufacturier, en particulier dans la branche des technologies de l'information et de la communication (TIC). Il était aussi lié à la hausse du ratio capital-travail (l'intensification du capital). De plus, les entreprises de commerce de gros et de détail affichaient une excellente tenue en matière de productivité.

L'essoufflement récent de la productivité reflète un net ralentissement de l'intensification du capital et des gains d'efficience tirés de l'utilisation du capital et du travail. La croissance de la productivité du travail a d'abord fléchi dans l'industrie manufacturière, puis elle a diminué dans le secteur de la construction. La décélération plus marquée observée à ce chapitre en 2003 et 2004 touchait le secteur des services. La croissance de la productivité a faibli dans un grand nombre de branches, mais c'est dans le secteur de la finance, de l'assurance et de l'immobilier qu'elle a le plus ralenti.

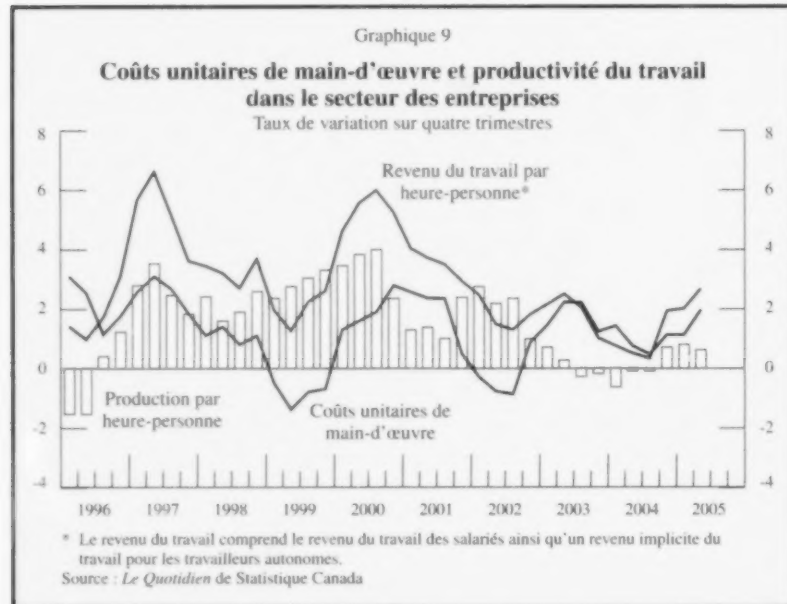
La diminution de la productivité dans la construction pourrait s'expliquer par le recours à une main-d'œuvre moins expérimentée en réponse à une demande soutenue. Dans le secteur des services, des problèmes de mesure et les complications rencontrées pour parvenir à une intégration efficace des TIC pourraient être en cause. Une partie du repli récent de la croissance de la productivité pourrait également être due aux ajustements que les entreprises et leurs salariés ont dû opérer à la suite de l'appréciation du dollar canadien, du renchérissement de l'énergie et de l'apparition de nouveaux concurrents, surtout dans les économies nouvellement industrialisées d'Asie (voir la Note technique 1 du *Rapport* d'avril 2005).

Malgré les chiffres décevants des dernières années, certains signes annoncent un redressement de la productivité du travail. D'abord, la croissance de la productivité a recommencé à augmenter dans le secteur manufacturier fin 2004, à la faveur d'un regain de productivité dans diverses branches comme celles de la production d'équipement informatique, de machines et de matériel de transport. Ensuite, les dépenses d'investissement se sont nettement accrues, ce qui devrait entraîner une nouvelle intensification du capital. Enfin, on s'attend à ce que la progression de la productivité soit favorisée par la poursuite des ajustements amorcés par les entreprises en vue d'adapter leurs dotations en capital et en travail à l'évolution de la conjoncture mondiale.

C'est pourquoi le Conseil de direction continue à tabler sur une hausse tendancielle de la productivité du travail de l'ordre de 1 3/4 %. Conjuguée à un accroissement tendanciel du facteur travail d'environ 1 1/4 %, une telle hausse implique une progression de 3 % de la production potentielle. Cependant, comme, d'après nos meilleures estimations, la croissance de la production potentielle s'est établie plus près de 2,5 % ces dernières années (ainsi que l'indique la Note technique 1) et qu'il se peut que l'économie mette du temps à s'ajuster entièrement à la nouvelle configuration des prix relatifs, le scénario de référence décrit à la Section 4 du présent rapport postule que cette croissance reviendra graduellement à 3 % d'ici 2007.

1. Les analystes préfèrent généralement étudier la croissance de la productivité dans le secteur des entreprises en raison des problèmes que pose la mesure de la productivité du secteur public. Quoi qu'il en soit, les taux de croissance de la productivité dans l'ensemble de l'économie et dans le secteur des entreprises ont été très similaires en moyenne dans le temps.

un phénomène commun pourrait avoir été l'ajustement aux variations considérables des prix relatifs en cours au sein de l'économie. Pris ensemble, la croissance anémique de la productivité du travail, les ajustements continus opérés par les secteurs et les signes de pressions sur les capacités donnent à penser que l'augmentation tendancielle de la productivité du travail a été inférieure à 1 3/4 % dernièrement et pourrait mettre un certain temps à remonter à ce taux.



Les prix des produits de base et les termes de l'échange

Les termes de l'échange du Canada ont poursuivi leur amélioration au premier semestre de 2005, mais à un rythme moins rapide.

Le gaz naturel a fortement renchéri...

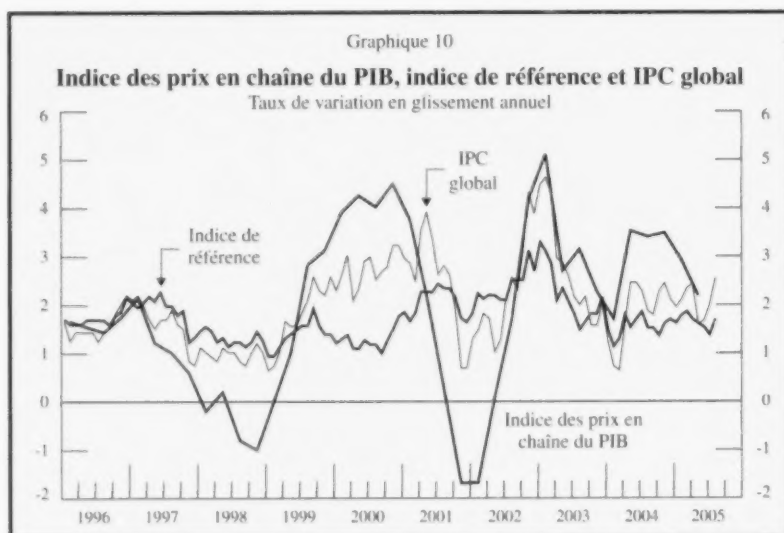
L'augmentation sur douze mois des termes de l'échange du Canada s'est considérablement ralentie au premier semestre de 2005 du fait que les cours mondiaux de nombreux produits de base agricoles et matières industrielles exportés par le Canada se sont stabilisés. Par conséquent, l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) s'est accru de 2,2 % entre les deuxièmes trimestres de 2004 et de 2005, ce qui est nettement inférieur au rythme observé pendant la majeure partie de l'année précédente (Graphique 10).

Le cours du pétrole brut, qui se situait à 58 dollars É.-U. le baril au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet, s'est établi en moyenne à 63 dollars É.-U. le baril pendant la période de dix jours qui s'est terminée le 14 octobre 2005. L'important renchérissement du pétrole brut depuis la fin de 2003 tient principalement à une forte poussée de la demande mondiale de produits énergétiques.

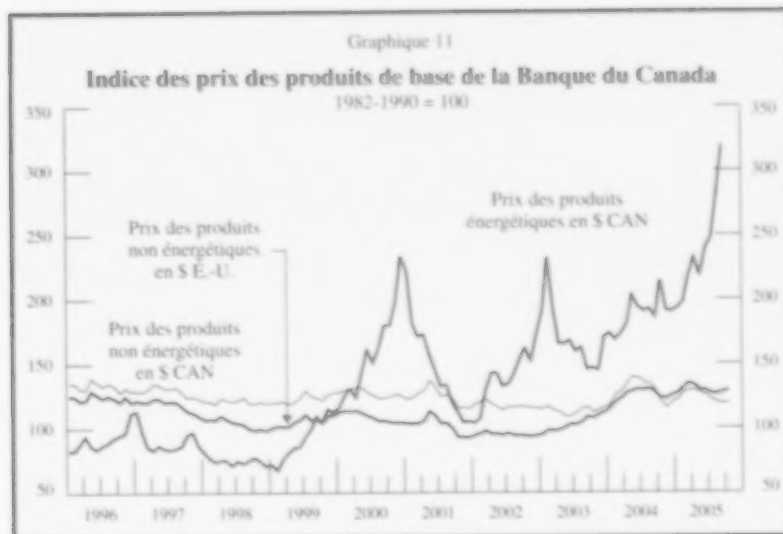
Les cours du gaz naturel ont bondi ces derniers mois, passant d'un peu moins de 8 dollars É.-U. le million de BTU au moment de la *Mise à jour* à 14 dollars É.-U. environ au cours de la période de dix jours ayant pris fin le 14 octobre. Cette hausse est liée aux perturbations qu'a subies l'offre aux États-Unis dans la foulée des récents ouragans, de même qu'aux répercussions sur la demande d'électricité, et par ricochet sur celle du gaz naturel, du temps estival particulièrement chaud qu'ont connu les États-Unis.

Dans l'ensemble, les prix des produits de base non énergétiques ont peu varié depuis le milieu de 2005 (Graphique 11). Tout compte fait, les cours du bois d'œuvre ont reculé sous l'effet de l'accroissement de l'approvisionnement. Parallèlement, le resserrement de l'offre provoqué par plusieurs grèves a donné lieu à une nouvelle augmentation des prix des métaux.

... alors que les prix des produits de base non énergétiques ont dans l'ensemble très peu varié.



On s'attend à ce que la poussée des cours du gaz naturel et du pétrole brut observée depuis le milieu de 2005 entraîne une amélioration des termes de l'échange et une progression du revenu réel du Canada, ce qui donnera lieu vraisemblablement à une nouvelle hausse marquée des profits des entreprises.



3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Depuis la publication du *Rapport sur la politique monétaire* en avril, les conditions de financement sont demeurées favorables et les primes de risque sont restées basses². L'expansion du crédit aux entreprises et aux ménages se poursuit à un rythme constant. Le dollar canadien s'est apprécié par rapport au dollar américain et à d'autres grandes monnaies durant cette période.

Les conditions du crédit

Au Canada comme ailleurs dans le monde, les conditions du crédit aux entreprises ont continué d'être avantageuses pour les emprunteurs depuis avril. Sur les marchés financiers, les rendements des obligations de sociétés et les écarts de taux sur celles-ci sont restés faibles, tant pour les titres bien cotés que pour ceux de moindre qualité (Graphique 12). Ces minces écarts sont dus à la solidité financière des entreprises, à la demande soutenue des investisseurs désireux d'acquérir des titres offrant des rendements supérieurs, ainsi qu'à la présence de liquidités considérables sur les marchés financiers mondiaux. La croissance vigoureuse des émissions brutes d'obligations de sociétés montre que les marchés des capitaux sont facilement accessibles.

Les primes de risque sont basses, et le crédit progresse toujours vigoureusement.

Les rendements des obligations canadiennes et les écarts de taux sur celles-ci sont demeurés faibles pour les emprunteurs...



2. Comme la *Mise à jour* de juillet ne présentait qu'une analyse limitée de la conjoncture financière, la présente section passe en revue l'évolution observée depuis la publication du *Rapport* d'avril.

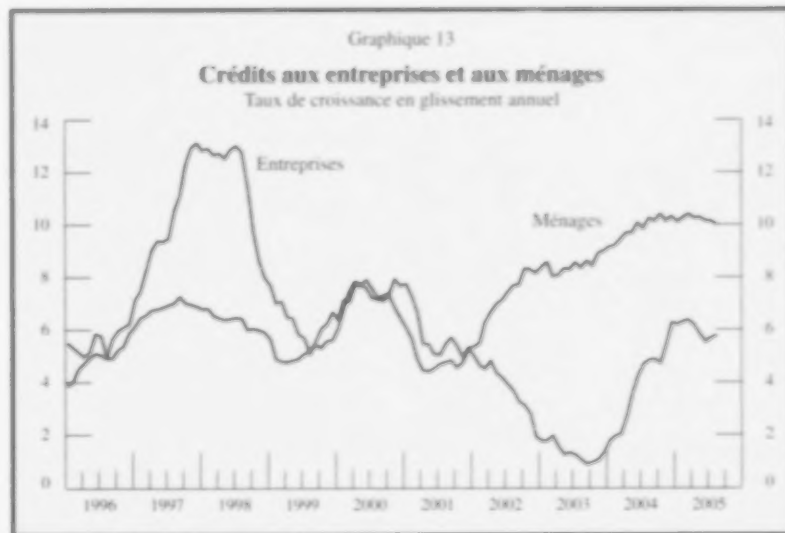
... et l'indice composite TSX a augmenté depuis avril.

L'expansion du crédit aux entreprises et aux ménages se poursuit.

Si la situation des marchés boursiers n'a guère changé aux États-Unis depuis la livraison d'avril du *Rapport*, celle de la plupart des autres grandes places a connu une amélioration, en raison notamment des bénéfices importants réalisés par les sociétés. Au Canada, l'indice composite TSX a affiché une hausse de quelque 9 %, à la faveur des gains enregistrés par les titres du secteur énergétique durant la période.

Le crédit total aux entreprises a continué de progresser à un rythme annuel d'environ 6 % (Graphique 13). La croissance du crédit à court et à long terme aux entreprises demeure solide. L'investissement visant à améliorer l'efficacité est l'un des facteurs déterminants de la demande de crédit. Les investissements destinés à augmenter la capacité de production semblent concentrés dans le secteur de l'énergie.

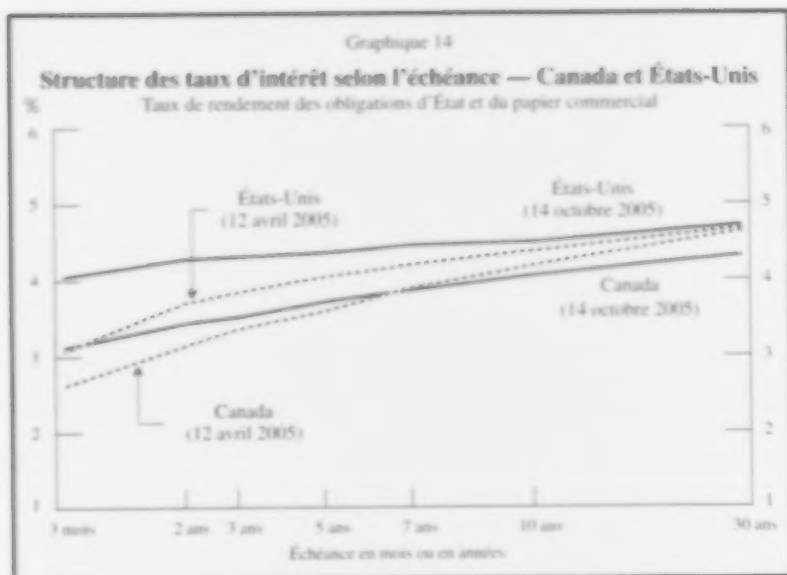
D'autre part, la vive expansion du crédit total aux ménages alimente toujours le dynamisme de la consommation et du marché du logement (Graphique 13). Grâce à la vigueur de l'emploi et aux taux d'intérêt peu élevés, les bilans des ménages restent sains, comme en font foi un ratio du service de la dette historiquement bas et un faible taux de défaillance.



Les courbes de rendement et le taux de change

Les rendements des obligations américaines à court terme ont grimpé, tandis que ceux des obligations à long terme n'ont augmenté que légèrement depuis la publication du *Rapport* d'avril

(Graphique 14). La hausse des rendements à court terme est attribuable principalement aux majorations du taux des fonds fédéraux, qui se situe en ce moment à 3,75 %. Les contrats à terme boursiers aux États-Unis laissent actuellement présager que le taux directeur s'établira à 4,25 % d'ici la fin de 2005. Il s'agit d'un niveau un peu plus haut que ne le donnaient à penser les cours à terme lors de la parution du dernier *Rapport*.



Les bas rendements des obligations à long terme aux États-Unis et dans la plupart des autres pays industriels seraient en grande partie imputables à des facteurs qui poussent à la hausse l'épargne mondiale désirée par rapport aux investissements des entreprises.

Les taux directeurs demeurent moins élevés au Canada qu'aux États-Unis. Cela a eu pour effet d'élargir l'écart entre les taux d'intérêt américains et canadiens dans l'ensemble de la courbe des rendements. Ainsi, le taux des obligations canadiennes à deux ans est d'environ 80 points de base inférieur à celui des obligations du Trésor américain, comparativement à 60 points en avril dernier. Le creusement des écarts sur les obligations à long terme s'est également poursuivi.

Après avoir varié à l'intérieur d'une plage de 79 à 83 cents É.-U. pendant la majeure partie de 2005, le cours du dollar canadien évolue depuis la fin de l'été dans une fourchette plus élevée, soit de 84 à 86 cents É.-U. (Graphique 15). La plupart des autres principales monnaies se sont affaiblies vis-à-vis du dollar américain

Les taux directeurs restent moins élevés au Canada qu'aux États-Unis.

Le dollar canadien a évolué récemment dans une fourchette plus élevée, soit de 84 à 86 cents É.-U.

durant la même période. Par conséquent, le dollar canadien s'est apprécié plus vivement par rapport à d'autres grandes devises. Sa vigueur récente a apparemment été favorisée par des facteurs fondamentaux tels que le renchérissement de l'énergie et la bonne tenue générale de l'économie au Canada.



4. LES PERSPECTIVES

La présente section débute par une description du scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne ainsi que l'inflation. Ce scénario suppose que les prix de l'énergie cadreront avec les cours actuels des contrats à terme; que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière progressive et ordonnée à moyenne échéance; et que la devise américaine connaîtra une nouvelle dépréciation modérée et graduelle en termes effectifs réels, le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain devant demeurer à peu près stable sur l'horizon de prévision habituel. La présentation du scénario de référence est suivie d'une discussion sur les risques qui l'entachent. Ces risques se révèlent particulièrement importants à partir de 2007, compte tenu des incertitudes entourant la façon dont les déséquilibres mondiaux seront corrigés.

La conjoncture internationale

Dans le scénario de référence de la Banque, le profil d'évolution des cours du pétrole brut et du gaz naturel se fonde sur les prix auxquels se négocient actuellement les contrats à terme. Les cours du brut devraient se situer juste en deçà de 65 dollars É.-U. le baril tout au long de 2006 et de 2007, et ceux du gaz naturel, se maintenir à 10 dollars É.-U. — ou un peu plus — le million de BTU jusqu'au premier trimestre de 2007 et descendre sous ce niveau pour le reste de l'année (Graphique 16). Ce renchérissement de l'énergie devrait restreindre légèrement l'offre et la demande globales à l'échelle internationale.



Nous prévoyons que les prix réels des produits de base non énergétiques se maintiendront près des niveaux actuels en 2006 et en 2007, la progression de l'offre devant suivre en gros celle de la demande.

Le scénario de référence de la Banque concernant la croissance du PIB aux États-Unis et dans les principales économies d'outre-mer implique que l'activité mondiale poursuivra son essor à un rythme d'environ 4 % par an au cours de la période de projection (Tableau 1).

Tableau 1
Projections relatives à la croissance mondiale

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage) ^b		
		2005	2006	2007
États-Unis	21	3,5 [0,74]	3,6 [0,76]	3,2 [0,67]
Union européenne	19	1,2 [0,25]	1,7 [0,32]	2,2 [0,42]
Japon	7	1,7 [0,12]	1,6 [0,11]	2,2 [0,15]
Chine et ENI ^c d'Asie	17	7,9 [1,34]	7,2 [1,22]	7,2 [1,22]
Autres pays	36	4,3 [1,63]	4,3 [1,55]	4,3 [1,55]
Ensemble du monde	100	4,0	4,0	4,0

a. La part de chaque pays pour 2004 est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des Perspectives de l'économie mondiale, avril 2005.

b. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.

c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

Source : Banque du Canada

En Asie, l'expansion économique devrait demeurer vigoureuse...

... mais, dans la zone euro, elle a été moindre qu'on ne l'avait anticipé.

Nous nous attendons à ce que la croissance en Asie demeure vigoureuse, malgré la hausse des prix de l'énergie. En Chine et dans les autres économies nouvellement industrialisées d'Asie, l'activité continue de se développer rapidement, et cette tendance persistera dans les prochaines années. En outre, au Japon, la reprise semble se consolider, et le taux d'inflation devrait y redevenir positif d'ici la fin de 2006.

En revanche, dans la zone euro, l'expansion demeure anémique et ne devrait pas dépasser 1,2 % en moyenne cette année, soit un peu moins que nous ne l'avions anticipé dans la dernière livraison du *Rapport*. Ce léger tassement s'explique en partie par le climat d'incertitude entourant les réformes structurelles en cours, qui touchent notamment le marché du travail, ainsi que par la montée

des cours de l'énergie. La croissance du PIB devrait toutefois s'intensifier graduellement ces deux prochaines années, à mesure que la demande intérieure se redressera.

Les données dont nous disposons tendent à indiquer que l'économie américaine a été relativement dynamique. Au deuxième trimestre de 2005, le PIB réel des États-Unis a gagné 3,3 % en taux annualisé, et les indicateurs mensuels permettent de penser que l'activité a continué de se renforcer au troisième trimestre, grâce à la vigueur particulièrement marquée du marché du logement et des dépenses de consommation. Pour le reste de l'année, toutefois, la croissance se trouvera freinée par les contrecoups de l'ouragan Katrina et du renchérissement de l'énergie.

En conséquence, la Banque prévoit maintenant que le rythme d'expansion du PIB américain s'établira à 3,5 % en 2005, soit un peu en deçà des 3,7 % qu'elle avançait dans la *Mise à jour* de juillet. Ce rythme devrait légèrement s'accélérer en 2006, à partir du moment où les répercussions de l'augmentation des prix de l'énergie seront plus que neutralisées par la multiplication des chantiers liés au nettoyage et à la reconstruction des régions dévastées par les tempêtes³. La croissance devrait ensuite ralentir légèrement en 2007, en raison du fléchissement de la demande intérieure provoqué par les hausses des taux directeurs et l'augmentation de l'épargne des ménages et de l'État.

Ce scénario de référence suppose que la correction des déséquilibres mondiaux s'effectuera sur une longue période, avec des fluctuations annuelles relativement modestes. C'est ainsi que le déficit du compte courant américain, auquel font écho les excédents de certains pays asiatiques et de pays exportateurs de pétrole, devrait commencer à se résorber graduellement à partir de 2007. Nous prévoyons en effet un raffermissement de la demande intérieure en Asie, en Europe et dans les pays exportateurs de pétrole cette année-là, un accroissement de l'épargne privée et publique aux États-Unis, ainsi qu'une nouvelle baisse du taux de change effectif réel du dollar américain, ce qui stimulera la demande d'exportations et réduira la demande d'importations de ce pays.

La croissance du PIB américain devrait demeurer solide en 2006 et en 2007.

3. Globalement, en 2005, le taux d'accroissement du PIB réel américain devrait diminuer de 0,1 % en glissement annuel en raison des dommages considérables que l'ouragan Katrina a causés à l'économie de ce pays. L'an prochain, grâce aux efforts de reconstruction, ce taux devrait augmenter de 0,1 % voire un peu plus, selon l'ampleur des travaux financés par le gouvernement fédéral.

La demande et l'offre globales au Canada

L'essor vigoureux de la demande intérieure finale devrait soutenir l'expansion économique au Canada tout au long de 2007.

On s'attend à ce que les dépenses de consommation progressent vivement en 2006 et en 2007...

... et à ce que les exportations nettes freinent légèrement l'expansion.

Selon le scénario de référence de la Banque pour le Canada, l'essor vigoureux de la demande intérieure finale devrait de nouveau concourir grandement à l'expansion de l'activité économique au deuxième semestre de 2005 et tout au long de 2006 et de 2007.

Plusieurs facteurs permettent de penser que les investissements des entreprises continueront d'augmenter de façon marquée. Parmi eux, mentionnons la croissance de l'économie mondiale et les signes indiquant que les cours des produits de base énergétiques et non énergétiques demeureront élevés pendant un certain temps encore, ainsi que le haut taux d'utilisation des capacités dans un certain nombre d'industries capitalistiques, le maintien de conditions financières favorables, la solidité des bénéfices et du bilan financier des entreprises, et les réductions passées des prix des machines et du matériel importés.

Les dépenses de consommation, qui se sont considérablement accrues cette année, devraient progresser vivement tout au long de 2006 et de 2007, mais à un rythme plus modeste qu'en 2005 et quelque peu inférieur à ce qui avait été prévu dans la *Mise à jour* de juillet (Tableau 2). Le renchérissement de l'énergie aura tendance à ralentir l'expansion de la consommation (Note technique 3), tout comme le fera le léger recul de la croissance attendue du revenu attribuable à la révision à la baisse du taux d'accroissement de la production potentielle. Néanmoins, les gains encore solides au chapitre des revenus réels et le niveau relativement bas des taux d'intérêt à long terme devraient contribuer à soutenir le rythme de ces dépenses en 2006 et en 2007. La confiance des consommateurs, récemment ébranlée à la suite des ouragans qui ont frappé les États-Unis, devrait se rétablir. Après la forte progression qu'ils ont affichée ces dernières années, les investissements dans le secteur du logement devraient rester sensiblement inchangés dans l'ensemble.

Les perspectives tirées du scénario de référence continuent de s'appuyer sur l'hypothèse d'une hausse assez prononcée des dépenses en biens et en services de tous les ordres de gouvernement, les dépenses globales à ce chapitre et les transferts augmentant presque au même rythme que les recettes.

La croissance des exportations devrait se poursuivre grâce à la robustesse soutenue de l'économie américaine, alors que la vigueur des investissements en machines et en matériel continuera de stimuler les importations. Le processus d'ajustement des exportations et des importations à l'appréciation qu'a connue le dollar canadien en 2003 et en 2004 est maintenant très avancé, mais d'autres effets se feront sentir sur les échanges commerciaux si la

valeur du huard se maintient à l'intérieur de la fourchette de 84 à 86 cents É.-U. observée ces derniers temps. Malgré la grande incertitude entourant le rythme et l'ampleur des conséquences des variations du taux de change sur les exportations nettes, ces dernières, dans l'ensemble, ne devraient constituer qu'un faible frein à l'expansion de la demande globale en 2006 et en 2007. Le profil attendu des exportations nettes pour 2006 est par conséquent un peu plus modéré que celui qui avait été prévu dans la *Mise à jour* de juillet, principalement à cause de l'appréciation du dollar canadien⁴.

Tableau 2
Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage*

	2005	2006	2007
Consommation	2,2 (2,2)	1,6 (1,8)	1,7
Logement	0,3 (0,2)	-0,2 (-0,2)	0
Administrations publiques	0,7 (0,8)	1,0 (1,0)	0,9
Investissements fixes des entreprises	0,9 (0,9)	0,8 (0,8)	0,6
<i>Total partiel : demande intérieure finale</i>	<i>4,1 (4,1)</i>	<i>3,2 (3,4)</i>	<i>3,2</i>
Exportations	1,3 (1,4)	2,1 (2,2)	1,6
Importations	-2,7 (-2,8)	-2,3 (-2,2)	-1,8
<i>Total partiel : exportations nettes</i>	<i>-1,4 (-1,4)</i>	<i>-0,2 (0)</i>	<i>-0,2</i>
Stocks	0,1 (0)	-0,1 (-0,1)	0
PIB	2,8 (2,7)	2,9 (3,3)	3,0

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans la *Mise à jour* de juillet.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion annuel moyen de l'économie se situera à 2,8 % en 2005, puis qu'il passera graduellement à 2,9 % en 2006 et à 3,0 % en 2007. Ces chiffres sont conformes aux plus récents pronostics de Consensus Economics. Les perspectives ont été revues légèrement à la hausse pour 2005 et légèrement à la baisse pour 2006 depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, en raison de la

Le PIB canadien devrait croître, en moyenne, d'environ 2,8 % en 2005, de 2,9 % en 2006 et de 3 % en 2007...

4. L'ouragan Katrina aura probablement pour conséquence de modérer les exportations nettes du Canada aux troisième et quatrième trimestres de 2005, en raison du léger ralentissement de la croissance du PIB américain. Cet effet sera limité cependant, puisque les séquelles de l'ouragan seront concentrées pour moitié dans les trois États touchés, qui, ensemble, contribuent pour à peine 1 % environ des exportations canadiennes totales.

Note technique 3

Les effets sur l'économie canadienne d'une hausse des prix de l'énergie

Les fluctuations des cours mondiaux des produits de base énergétiques influent sur l'activité économique de diverses façons (Stuber, 2001). En tant qu'exportateur net de pétrole, de produits pétroliers et de gaz naturel, le Canada voit ses termes de l'échange s'améliorer — et ses revenus réels progresser, en principe — lorsque les prix de l'énergie s'élèvent. Mais comme la plupart de ses grands partenaires commerciaux sont des importateurs nets d'énergie, il se pourrait que le renchérissement de l'énergie réduise le volume des exportations canadiennes vers ces pays. Un relèvement des cours de l'énergie ferait également augmenter les coûts d'exploitation des entreprises canadiennes et diminuer les revenus réels des ménages, tout en donnant lieu à une redistribution des revenus au profit des producteurs de pétrole et de gaz.

Les variations des prix de l'énergie influent de façon notable sur la composition de la demande globale au Canada et leurs effets diffèrent selon les secteurs et les régions.

Une hausse prolongée de 10 dollars É.-U. du prix du baril de West Texas Intermediate pourrait se traduire par une augmentation directe de près de 0,3 % du revenu réel du Canada. On estime que l'activité globale au pays pourrait enregistrer une progression d'environ 0,1 % au bout de trois ans, à mesure que les investissements des sociétés pétrolières et gazières et les dépenses des administrations publiques gagneraient en importance (Tableau A)^{1,2}. Par contre, les exportations, les dépenses de consommation et les investissements des entreprises du secteur non énergétique se replieraient sans doute quelque peu. À court terme, il est probable que l'activité globale subirait une contraction de l'ordre de 0,1 %, puisque les délais inhérents à la planification, à la prise de décisions et au respect des obligations réglementaires, conjugués aux tensions présentes sur les marchés de nombreux intrants (dont la main-d'œuvre), limiteraient vraisemblablement la réaction initiale du secteur énergétique à l'accroissement des revenus.

Selon les estimations, une hausse durable de 20 % du prix en dollars É.-U. du gaz naturel donnerait lieu à une progression un peu plus substantielle de l'activité globale au Canada après trois ans, soit environ 0,2 %. Il est permis de penser qu'un renchérissement du gaz naturel aurait une incidence bien moins défavorable, sur la demande américaine de produits canadiens, qu'une majoration équivalente des cours du pétrole, les États-Unis étant beaucoup moins tributaires des importations de gaz que des approvisionnements étrangers en pétrole brut et en produits pétroliers.

Tableau A
Incidence estimée d'une hausse de 10 dollars É.-U. du prix du baril de pétrole
sur le PIB réel du Canada et ses composantes

Pourcentage de variation par rapport au niveau de référence

	Après quatre trimestres	Après douze trimestres
Consommation	-0,1	-0,05
Dépenses publiques*	+0,1	+0,5
Investissements fixes des entreprises	+0,4	+0,8
Exportations	-0,4	-0,4
Importations	-0,2	-0,1
PIB	-0,1	+0,1

* On suppose que le produit de la hausse des recettes publiques découlant du renchérissement du pétrole est soit épargné soit consacré à l'achat de biens et de services. Mais les gouvernements pourraient à la place rendre une partie de l'augmentation aux ménages en relevant leurs paiements de transfert ou en abaissant les impôts. L'effet estimé sur la consommation serait alors moins négatif que ce qu'indique le Tableau A, alors que l'effet sur les dépenses publiques serait moins positif. L'incidence nette sur l'activité économique serait pratiquement inchangée.

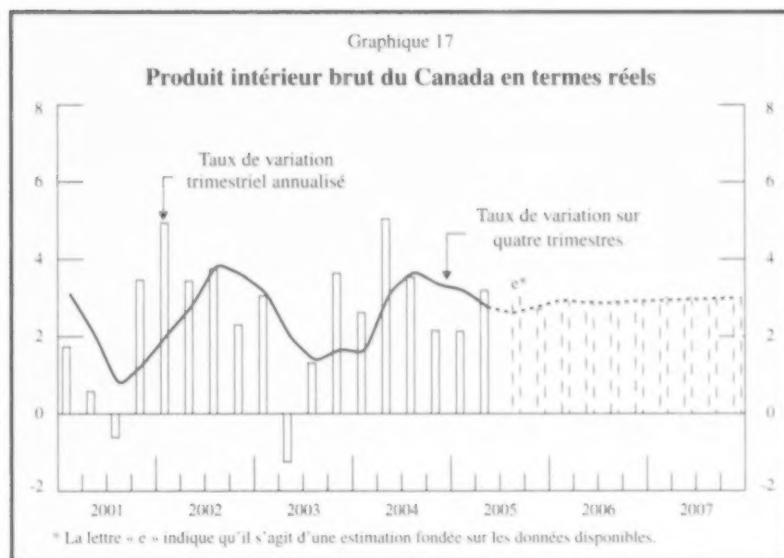
1. Les chiffres estimatifs présentés au Tableau A sont le résultat d'un prolongement de l'analyse entreprise par Stuber (2001). On évalue d'abord les effets d'une hausse des cours du pétrole sur les revenus des entreprises des secteurs énergétique et non énergétique, des ménages et des administrations publiques, de même que sur la demande étrangère de produits canadiens. À partir des résultats ainsi obtenus et des hypothèses relatives aux propensions marginales à dépenser et à importer, on estime ensuite les conséquences de la montée des prix du pétrole sur les diverses composantes du PIB.

2. Les facteurs ayant limité l'augmentation effective des profits des sociétés pétrolières et gazières au cours de la dernière année, alors que les prix des produits énergétiques étaient à la hausse, sont notamment la nouvelle appréciation du dollar canadien, les programmes de couverture des risques liés à l'évolution des prix du pétrole et la faiblesse des prix du pétrole brut lourd par rapport à ceux du brut léger.

résorption de l'écart de production et de la modeste diminution du taux d'accroissement de la production potentielle prévu pour 2005 et 2006⁵.

La Banque estime que la progression trimestrielle du PIB réel ralentira pour s'établir à environ 3,0 % et 2,7 % aux troisième et quatrième trimestres de 2005, respectivement. Le taux effectuera ensuite une petite remontée à près de 3 % sur les quatre trimestres de 2006 et en 2007 (Graphique 17 et Tableau 3). Ce scénario prévoit que la réduction de la détente monétaire se poursuivra afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au sein de l'économie canadienne et, ainsi, de garder l'inflation au taux cible. L'économie continuera de tourner à peu près aux limites de sa capacité tout au long de la période de projection.

... et l'économie devrait continuer de tourner à peu près aux limites de sa capacité tout au long de la période de projection.



5. Bien que, comme l'explique la Note technique 2, nous ayons retenu l'hypothèse d'un taux de croissance de la production potentielle de 3 % en 2007, nous postulons que ce taux sera de 2,8 % cette année et de 2,9 % en 2006, vu la faible avance de la productivité observée récemment et l'importance des ajustements en cours au sein de l'économie canadienne face aux changements notables des prix relatifs.

Le scénario de référence en matière d'inflation

Bien que les mesures des attentes relatives à l'inflation à court terme aient augmenté légèrement, les indicateurs à plus long terme demeurent solidement arrimés à la cible de 2 %.

Bien que la plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation en courte période que la Banque surveille aient augmenté légèrement au cours des derniers mois, les principaux indicateurs du taux anticipé à moyen et à long terme demeurent solidement arrimés à la cible de 2 %. Selon les résultats de l'Enquête sur les perspectives des entreprises publiés par la Banque cet automne, 70 % des firmes sondées estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années; cependant, la proportion des répondants qui pensent que l'inflation sera supérieure à 3 % a crû sensiblement depuis l'enquête précédente. Néanmoins, le taux d'accroissement de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé en longue période avoisine les 2 % (Consensus Economics Inc., 2005).

Tableau 3
Résumé des projections selon le scénario de référence*

	2005		2006			2007	
	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	3,0 (2,7)	2,7 (3,3)	2,9 (3,5)	2,9 (3,5)	2,9 (3,3)	3,0	3,0
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,4)	2,8 (2,6)	2,9 (3,0)	2,9 (3,2)	2,9 (3,4)	2,9	3,0
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,6 (1,7)	1,6 (1,7)	1,7 (1,8)	1,9 (1,8)	2,0 (1,9)	2,0	2,0
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,7 (2,2)	2,9 (2,4)	2,8 (2,5)	2,8 (2,5)	2,0 (2,0)	1,9	1,9
WTI** (niveau)	63 (60)	63 (61)	64 (61)	64 (61)	64 (60)	63	62

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire parue en juillet 2005.

** L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en \$ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 14 octobre 2005.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir, en moyenne, à près de 3 % pour le reste de l'année et au premier semestre de 2006, avant de revenir à la cible de 2 % au second semestre de 2006. Au cours de la prochaine année environ, on prévoit que l'IPC global demeurera grandement influencé par l'évolution récente des cours du pétrole brut, du gaz naturel, de l'essence et du mazout (Graphique 16). Bien que l'on s'attende à ce que les prix de l'essence s'inscrivent quelque peu en baisse, en glissement mensuel, jusqu'au début de 2006, les prix à la consommation du gaz naturel devraient monter considérablement sur cette même période, à mesure que la flambée observée dernièrement dans les prix de gros commencera à se refléter dans les contrats et les prix réglementés.

La Banque projette que l'inflation mesurée par l'indice de référence restera à près de 1,6 %, en moyenne, durant le reste de l'année 2005. L'appréciation passée du dollar canadien, combinée à la poursuite prévue du recul des prix mondiaux de certains biens de consommation (attribuable à la croissance de l'offre en provenance de pays comme la Chine) et à certains effets temporaires du niveau des prix des véhicules automobiles, tire le taux d'inflation un peu vers le bas.

Vu la pleine utilisation attendue des capacités au sein de l'économie et le solide ancrage des attentes d'inflation, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre à la cible de 2 % durant le second semestre de 2006. On estime que ces mêmes facteurs pousseront le taux d'augmentation de l'indice de référence à 2 % d'ici le milieu de l'an prochain et qu'ils le maintiendront à ce niveau tout au long de 2007 (Tableau 3). Ces prévisions supposent que le renchérissement du pétrole et du gaz naturel ainsi que l'appréciation récente du dollar canadien auront peu de répercussions sur l'indice de référence, comme on a pu l'observer ces dernières années.

Les hausses du salaire horaire moyen des employés permanents devraient s'accroître pendant l'horizon sur lequel porte la projection. Parallèlement, en raison des gains appréciables attendus au chapitre de la progression de la productivité du travail, le taux d'accroissement sur douze mois des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait demeurer à environ 2 % au cours de cette période.

Les risques pesant sur le scénario de référence

Le scénario de référence se fonde sur un certain nombre d'hypothèses : l'évolution des cours mondiaux de l'énergie cadrera avec celle des prix actuels des contrats à terme; la croissance de la productivité au Canada poursuivra son redressement;

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir, en moyenne, à près de 3 % pour le reste de l'année et au premier semestre de 2006, avant de revenir à la cible de 2 % au second semestre de 2006.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'établir en moyenne aux alentours de 1,6 % durant le reste de l'année 2005...

... avant de remonter à 2 % d'ici le milieu de 2006.

la montée des prix du pétrole et de l'essence aura peu de répercussions sur l'inflation mesurée par l'indice de référence; les déséquilibres mondiaux se résorberont graduellement; et le dollar canadien continuera de s'échanger contre le dollar américain à l'intérieur de la fourchette observée récemment. De toute évidence, certains risques et incertitudes entourent chacune de ces hypothèses.

Au cours des quatre à six prochains trimestres, les risques qui pèsent sur les perspectives de l'économie canadienne semblent équilibrés. L'activité à l'échelle du globe reste sous la menace de risques tant à la hausse qu'à la baisse, qui tiennent principalement aux cours futurs de l'énergie et au rythme d'expansion de la Chine. Pour le Canada, ces risques mondiaux pourraient avoir un effet sur l'évolution des exportations nettes, des prix des produits de base et du taux de change.

Jusqu'à maintenant, le processus d'ajustement à l'appréciation du dollar canadien, au renchérissement des produits de base et à la concurrence accrue de la Chine et d'autres économies nouvellement industrialisées s'opère comme prévu. Toutefois, il existe des risques aussi bien à la hausse qu'à la baisse sur le profil de croissance des importations et des exportations.

L'ajustement en cours et les fortes modifications des prix relatifs laissent aussi planer des risques sur les perspectives en matière d'inflation. Si, dans l'ensemble, les indicateurs donnent à penser que l'économie tourne à son plein potentiel, les déplacements de l'activité qui se produisent en ce moment entre les divers secteurs et régions du Canada rendent particulièrement complexe l'évaluation générale des pressions s'exerçant sur la capacité de production. Comme l'économie tourne à son plein potentiel, il y a aussi un risque que les coûts accrus de l'énergie se répercutent de façon plus large sur les prix des produits et des services non énergétiques, ce qui augmenterait les pressions inflationnistes. Toutefois, la conduite d'une politique monétaire clairement axée sur l'atteinte de la cible de 2 % devrait atténuer le risque que cette situation ait une incidence sur les attentes d'inflation à long terme.

À compter de 2007, les risques concernent la manière dont les déséquilibres mondiaux seront résorbés. Ces derniers restent considérables et plus ils perdurent en l'absence de politiques publiques appropriées, plus il est à craindre que leur résorption donne lieu à une période de faible expansion de la demande globale à l'échelle mondiale.

Le principal risque est qu'au moment où les taux d'épargne des ménages et des administrations publiques commenceront à augmenter aux États-Unis, la croissance de la demande intérieure dans les autres pays ne s'accélère pas assez pour soutenir la

demande mondiale. L'incertitude liée aux réformes structurelles semble avoir eu pour résultat de renforcer l'épargne de précaution dans une bonne partie de l'Europe, alors qu'en Chine, la nécessité de s'autoassurer en matière de soins de santé et de pourvoir financièrement à l'éducation des enfants amène les ménages à mettre de côté une très grande part de leurs revenus. Plus récemment, le renchérissement de l'or noir a entraîné un déplacement des excédents de la balance courante vers les pays exportateurs de pétrole, ce qui pourrait faire diminuer la demande à l'échelle du globe si l'accroissement des revenus que ces pays tirent du pétrole ne se traduit pas par une hausse suffisante de leur demande d'importations. Pour que les projections du scénario de référence se réalisent, les consommateurs et les administrations publiques aux États-Unis doivent dépenser moins et épargner davantage, et les politiques appliquées par les autorités ailleurs dans le monde doivent stimuler la demande intérieure.

Le processus d'ajustement risque également d'être abrupt et désordonné. En pareil cas, il y aurait probablement d'importantes variations des taux de change et des prix d'autres actifs ainsi qu'un ralentissement marqué de l'activité à l'échelle internationale. Si certains pays devaient résister aux mouvements fondamentaux des taux de change ou que le protectionnisme s'intensifiait, les coûts de l'ajustement seraient plus élevés pour l'économie mondiale.

Pour le Canada, un affaiblissement de la demande mondiale débutant dans le courant de 2007 signifierait que la demande des produits qu'il fabrique fléchirait, que les prix des produits de base seraient moins vigoureux et donc que la croissance des investissements des entreprises se tasserait. Une dépréciation prononcée du billet vert par rapport au dollar canadien, dans le cadre d'un réalignement plus généralisé des devises, ne ferait qu'exacerber ces effets négatifs sur la demande des biens en provenance du Canada. Un tel recul de la demande aurait une incidence sur la conduite de la politique monétaire.

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication mensuelle n° 71-001-XWF au catalogue de Statistique Canada, Ottawa.

Consensus Economics Inc. (2005). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Stuber, G. (2001). « Le caractère évolutif de l'incidence des chocs énergétiques sur l'activité économique et sur l'inflation », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 3-16.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248

Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca

Site Web : www.banqueducanada.ca

